الجامعة الأردنيـــــة
كلية الدراسات العليا

التاريـــخ: / /

نموذج رقم (١٨)
اقرار والتزام بالمعايير الأخلاقية والأمانة العلمية
وقوانين الجامعة الأردنية وأنظمتها وتعليماتها
لطلبة الماجستير

أنا الطالب: زكي يوسف جاع   الرقم الجامعي: (٨٠٩٠٧٨١)

تخصص: محاسبة   الكليـــــة: الأعمال

عنوان الرسالة: المحتوى المعلوماتي الإضافي لبعض مؤشرات القوائم المالية

اعلن بأنني قد التزمت بقوانين الجامعة الأردنية وأنظمتها وتعليماتها وقراراتها السارية المفعول المتعلقة باعداد رسائل الماجستير عندما قمت شخصيا" باعداد رسالتي وذلك بما ينسجم مع الأمانة العلمية وكافة المعايير الأخلاقية المتعارف عليها في كتابة الرسائل العلمية. كما أنني أعلن بأن رسالتي هذه غير منقولة أو مستلة من رسائل أو كتب أو أبحاث أو أي منشورات علمية تم نشرها أو تخزينها في أي وسيلة اعلامية، وتأسيسا" على ما تقدم فانني أتحمل المسؤولية بأنواعها كافة فيما لو تبين غير ذلك بما فيه حق مجلس العمداء في الجامعة الأردنية بالغاء قرار منحي الدرجة العلمية التي حصلت عليها وسحب شهادة التخرج مني بعد صدورها دون أن يكون لي أي حق في التظلم أو الاعتراض أو الطعن بأي صورة كانت في القرار الصادر عن مجلس العمداء بهذا الصدد.

توقيع الطالب: ....   التاريخ: ٢٢ / ٥ / ٢٠١٧

الجامعة الأردنية

نموذج التفويض

أنا رلى يوسف حجاج، أفوض الجامعة الأردنية بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبهم حسب التعليمات النافذة في الجامعة.

التوقيع:

التاريخ: ٢٠١٢/٥/٢٢

The University of Jordan

Authorization Form

I, Rula Yousef Hajjaj, authorize the University of Jordan to supply copies of my Thesis to libraries or establishments or individuals on request, according to the University of Jordan regulations.

Signature:

Date: 22-5-2012م

المضمون المعلوماتي الإضافي لبعض مؤشرات القوائم المالية

إعداد

رلى يوسف حجاج

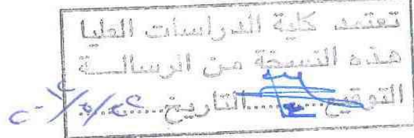
المشرف

الأستاذ الدكتور مأمون محمد الدبعي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

كلية الدراسات العليا

الجامعة الأردنية



أيار، 2012

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة (المضمون المعلوماتي الإضافي لبعض مؤشرات القوائم الماليـــة)
وأجيزت بتاريخ 14 / 5/2012.

أعضاء لجنة المناقشة	التوقيع
الــــــدكتور مـــــأمون الـــــدبعي، رئيـــــساً ومــــشرفاً	....
أستاذ، نظرية المحاسبة المالية والتحليل المالي.	
الــــــدكتور محمـــــــــد أبونـــــــصار، عــــــضواً	....
أستاذ، معايير المحاسبة الدولية والضرائب.	
الــــــدكتور أحمـــــــد ظــــــاهر، عــــــضواً	....
أستاذ، المحاسبة الأدارية ومحاسبة التكاليف.	
الــــــدكتور محمـــــــد الجعفــــــري، عــــــضواً	....
أستاذ مساعد، الأسواق المالية، الشركة الأردنية لضمان القروض.	

الإهداء

- إلى من تحت قدمها تكمن الجنة... أمي الحنون...
- إلى من جعل مشواري العلمي ممكناً... أبي الرحيم...
- إلى من ساندني وآزرني في دربي... أخواتي وأخواني...
- إليهم جميعا أهدي جهدي المتواضع هذا راجيا الله الإطالة بأعمارهم ليقطفوا ثمرة جهدهم.

شكر وتقدير

«الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا محمد سيد الأولين والآخرين، وعلى آله وصحبه ومن اهتدى بهديه إلى يوم الدين».

أما بعد... تعجز الكلمات وتتوارى الحروف ويخجل القلم أن يقف هذا الموقف فقد تخونه العبارات وتتشتت الجمل ويضيع المعنى ولا يصل الهدف ولكني اجتهدت لأرد إليك بعض مما أخذت. حروفي لا تليق بمقامك ولا بحجز وقتك ولكن قد أجد في نفسي بعد الأمل بأنك قد تمنحني بكرمك فترة وجيزة لقراءة حروفي التي تعترف لك ببعض إنجازاتك وقد ترى أن إنجازك بسيط بطموحك العالي وأراه وغيري إنجاز عظيم، إليك يا مشرفي الأستاذ الدكتور الفاضل: *مأمون الدبعي* أدامك الله ذخراً للعلم ومظلة يستفيء بها طلابه.

أتقدم بكل الشكر والعرفان والفضل والامتنان على ما بذلته من جهود مضنية في متابعة هذه الرسالة، وما تجسمته من عناء قراءتها والرجوع إلى مصادرها تبدي فيها وتعيد بملحوظاتك القيمة، وآرائك السديدة، مما له أثر كبير على مباحث هذه الرسالة، كما وسعني بكرمه وإحسانه، وتعلمت من أدبه وخلقه قبل علمه وفهمه، وشملني برحابة صدره فجزآك الله عني خير الجزاء وأثابك ثواب الدنيا وحسن ثواب الآخرة.

ولو أنني أوتيت كل بلاغةٍ وأفنيت بحر النطق في النظم والنثرِ

لما كنت بعد القول إلا مقصراً ومعترفاً بالعجز عن واجب الشكرِ

الباحثة

رلى يوسف حجاج

فهرس المحتويات

الموضوع **رقم الصفحة**

الموضوع	رقم الصفحة
قرار لجنة المناقشة	ب
الإهداء	ج
شكر وتقدير	د
فهرس المحتويات	هـ
قائمة الجداول	ز
الملخص	ح
الفصل الأول: الإطار العام للدراسة	ط
المقدمة	1
1-1 أهمية الدراسة	2
1-2 أهداف الدراسة	2
1-3 مشكلة الدراسة	3
الفصل الثاني: الدراسات السابقة	4
مقدمة	6
2-1 الدراسات السابقة	6
أولاً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم ومتغيرات الربحية	6
ثانياً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non-Earning Signals) واستخدمت أسلوباً إحصائياً في اختيارها للمؤشرات الأساسية	10
ثالثا: دراسات تناولت علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non – Earning Signals) واستخدمت طريقة عمل المحللين الماليين في اختيارها للمؤشرات الأساسية	12
2-2 ملخص الدراسات السابقة	24
2-3 ما يميز هذه الدراسة	28
الفصل الثالث: منهجية الدراسة	29
مقدمة	31

3-1 مجتمع الدراسة وعينتها 31
3-2 نبذة عن مجتمع الدراسة 31
3-3 مصادر الحصول على البيانات 32
3-4 متغيرات الدراسة 33
3-5 الأساليب الإحصائية المستخدمة 38
3-6 فرضيات الدراسة 39
3-7 نماذج الدراسة 39
الفصل الرابع: النتائج والتوصيات 42
مقدمة 44
4-1 التحليل الإحصائي 44
4-2 نتائج اختبار ارتباط بيرسون 46
4-3 اختبار تداخل المتغيرات المستقلة (Multicollinearity) 47
أولاً: نتائج الانحدار الخطي البسيط 49
ثانياً: نتائج الانحدار الخطي المتعدد 52
4-5 ملخص النتائج 72
4-6 التوصيات 72
المراجع 73
الملاحق 88
ملحق (1): شركات عينة الدراسة 89
ملحق (2): معدل النمو في مجمل الناتج المحلي..................................... 92
الملخص باللغة الإنجليزية 93

قائمة الجداول

الموضوع **رقم الصفحة**

الموضوع	رقم الصفحة
الجدول (2-1): ملخص الدراسات السابقة	24
الجدول (3-1): عدد ونسبة شركات عينة الدراسة والشركات المستبعدة مقارنة مع مجتمع الدراسة	31
الجدول (3-2): تعريف وقياس المؤشرات الأساسية التي اختبرها (Lev and Thiagarajan, 1993) ويعاد اختبارها في هذه الدراسة................	34
الجدول (4-1): المقاييس الوصفية للمتغيرات بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة	43
الجدول (4-2): نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون بين المتغيرات الرئيسة في الدراسة..	47
الجدول (4-3): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية..	51
الجدول (4-4): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية..	54
الجدول (4-5): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض المؤشرات الأساسية................	60
الجدول (4-6): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار متعدد المتغيرات للعوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض مؤشرات القوائم المالية طبقاً لثلاث عينات جزئية شكلت طبقاً لمعدل النمو في مجل الناتج المحلي............................	70

المضمون المعلوماتي الإضافي لبعض مؤشرات القوائم المالية

إعداد

رلى يوسف حجاج

المشرف

الأستاذ الدكتور مأمون محمد الدبعي

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار المضمون المعلوماتي لبعض المؤشرات الأساسية (Fundamental Signals) التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) في دراستهما، وإلى اختبار فيما إذا كان لتلك المؤشرات الأساسية مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي في السوق الأردنية. أيضاً، تختبر الدراسة الطبيعة القرينية (Contextual) لتلك المؤشرات، وذلك من خلال الأخذ بالاعتبار الظروف الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة. وافترضت الباحثة وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذه المؤشرات الأساسية مجتمعة علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، كما افترضت أن هذا المضمون المعلوماتي يتأثر سلباً وإيجاباً بالحالة الاقتصادية السائدة. وقامت الباحثة بتطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات الصناعية المساهمة العامة بلغ عددها (86) شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1995-2010)، وبلغ عدد المشاهدات الكلية (485) مشاهدة. وقد أظهرت النتائج وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذه المؤشرات الأساسية مجتمعة علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، كما حددت المؤشرات الأساسية الأكثر أهمية في السوق الأردنية وهي مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ومؤشر مجمل الربح، ومؤشر النفقات الرأسمالية، كذلك أظهرت النتائج أن المضمون المعلوماتي لهذه المؤشرات الأساسية يعتمد على الحالة الاقتصادية السائدة مما يؤكد على أهمية التحليل القريني (Contextual Analysis).

- **الكلمات الدالة:** المؤشرات الأساسية، التحليل الأساسي، العائد السوقي للسهم، التحليل القريني، المضمون المعلوماتي، ربحية السهم.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

مقدمة

1-1 أهمية الدراسة

2-1 أهداف الدراسة

3-1 مشكلة الدراسة

مقدمة

يسعى التحليل الأساسي (Fundamental Analysis) إلى تقدير قيمة سهم الشركة من خلال دراسة أنشطة الشركة وأوضاعها الحالية. ويتضمن ذلك دراسة محددات القيمة الرئيسة (Key – Value Drivers)، كالأرباح، وتوزيعات الأرباح، والمخاطرة، والنمو، والطلب على منتج الشركة، وإستراتيجية الشركة، ووضعها التنافسي. كذلك تلعب المعلومات المتعلقة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة، والمعلومات المتعلقة بالاقتصاد بشكل عام، دوراً في عملية التحليل الأساسي، إلا أن معلومات القوائم المالية للشركة هي التي تلعب الدور الرئيس في هذا المنهج التحليلي[1].

لقد أبدى العديد من الباحثين استغرابهم لقلة الدراسات التي تختبر المضمون المعلوماتي للأرقام المحاسبية عدا رقم الربح[2] (Non-Earnings information). فهذا المجال البحثي كان قد هجر منذ دراستي (Beaver and Dukes, 1972; 1973) وحتى فترة الثمانينيات تقريباً[3]. ولقد أحيت دراستي (Ou and Penman, 1989a; 1989b) هذا المجال، نظراً للنتائج الإيجابية التي توصلا إليها؛ والتي أثبتت أن القوائم المالية تعكس معلومات أساسية غير منعكسة في أسعار الأسهم.

ومن هنا جاءت هذه الدراسة لتختبر مدى التحسن في علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية من خلال إضافة عدة مؤشرات أساسية واختبار القدرة التفسيرية لهذه المؤشرات الأساسية، كما تسعى إلى اختبار أثر المتغيرات القرينية على هذه العلاقة من خلال الأخذ بعين الاعتبار الحالة الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة.

لقد تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، حيث يعرض الفصل الأول الإطار العام للدراسة متضمناً أهمية الدراسة وهدفها ومشكلتها. بينما يعرض الفصل الثاني الدراسات السابقة وصولاً إلى ما يميز هذه الدراسة، ومن ثم يأتي الفصل الثالث والذي يتضمن منهجية الدراسة متضمناً مجتمع الدراسة وعينتها، ومصادر جمع البيانات، وفرضيات الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبارها. ثم تنتقل الدراسة إلى الفصل الرابع الذي يعرض التحليل الإحصائي الوصفي، ونتائج اختبار فرضيات الدراسة، والنتائج التي توصلت إليها الباحثة وتوصياتها.

---

1 - أنظر (Graham, Dodd, and Cottel, 1962).

2 - أنظر مراجعة (Lev and Ohlson, 1982) للأدب المحاسبي.

3 - تشير مراجعة (Bernard, 1989) إلى أنه وبعد أن تم نشر مراجعة (Lev and Ohlson, 1982)، قد تم نشر (47) دراسة حول المضمون المعلوماتي للأرقام المحاسبية عدا رقم الربح، وذلك في أشهر المجلات المحاسبية. أيضاً أنظر مراجعة (Lev, 1989) للأدب المحاسبي.

1-1 أهمية الدراسة

من المعلوم أن عملية إعداد وتجهيز وعرض القوائم المالية هي عملية مكلفة، لذا يتوقع المستخدمون لتلك القوائم المالية عموماً، والمستثمرون والمقرضون الحاليون والمتوقعون خصوصاً، أن بإمكانهم الاستفادة من المعلومات (الربحية وغير الربحية) التي تتضمنها تلك القوائم من خلال تحليلها لترشيد عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بشراء وبيع أسهم الشركات.

وإذا كان من المثبت عالمياً ومحلياً ومنذ الستينيات أن رقم الربح المحاسبي لا يستطيع أن يفسر في المتوسط أكثر من 10%[1] من التغير في العوائد السوقية للأسهم، فعليه فأن رقم الربح المحاسبي ليس المتغير الوحيد الملائم لتحديد أسعار أسهم الشركات، لذا كان لابد من البحث عن متغيرات أخرى (غير ربحية) من المتغيرات المتاحة في القوائم المالية والتي يعتقد الباحثون بإمكانية وجود مضمون معلوماتي لها، وإذا أثبت ذلك فأنها ستكون بلا شك مفيدة لكافة الجهات المستخدمة للقوائم المالية، ومن هنا تكمن أهمية هذه الدراسة في النقاط التالية:

- أنها تختبر المضمون المعلوماتي لعدد من متغيرات القوائم المالية (غير الربحية)، وتختبر فيما إذا كان لتلك الأرقام (غير الربحية) مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي في السوق الأردنية. مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة.
- أنها تختبر عدة مؤشرات أساسية لم يسبق أن جرى اختبارها في السوق الأردنية، وأثبتت الدراسات السابقة وجود مضمون معلوماتي لها في أسواق عالمية أخرى.
- أنها تختبر مدى إمكانية الاستفادة من منهج التحليل الأساسي في السوق الأردنية، والذي أثبتت أهميته في العديد من الأسواق العالمية.

2-1 أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار المضمون المعلوماتي لعدد من المؤشرات الأساسية (Fundamental Signals) التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) في دراستهما، وإلى اختبار فيما إذا كان لتلك المؤشرات الأساسية مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، في السوق الأردنية. أيضاً، سيتم اختبار الطبيعة القرينية (Contextual) لتلك المؤشرات، من خلال الأخذ بالاعتبار الظروف الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة.

1 - أنظر دراسة (Bernard and Thomas, 1989) و دراسة (Lev, 1989)

هنالك العديد من الدراسات التي سبقت دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) واستخدمت منهج التحليل الأساسي، ولكن دراستهما تميزت عن الدراسات الأخرى بالنواحي التالية[1]:

- على خلاف الأسلوب الإحصائي الذي استخدمه كل من (Ou and Penman, 1989a; 1989b) في اختيارهما للمؤشرات الأساسية، فإن (Lev and Thiagarajan, 1993) قد استخدما طريقة عمل المحللون الماليون لاختيار المؤشرات الأساسية. وهذه الطريقة يمكن تبريرها ودعمها نظرياً على عكس الأسلوب الإحصائي الذي يفتقر إلى ذلك.
- استطاع (Lev and Thiagarajan, 1993) توفير دليل مقنع على أن مضمون المعلومات الإضافي للمؤشرات الأساسية يعتمد على الوضع الاقتصادي السائد، وذلك بالمقارنة بالدراسات الأخرى التي اختبرت الطبيعة القرينية لمؤشرات أساسية مرتبطة بأداء الشركة، كدراسة (Bernard and Stober, 1989)، ودراسة (Hopwood and Schnefer, 1989).
- قدّمت دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) دليلاً يحدد العلاقة ما بين مقياس -مستنبط من تحليلهم الأساسي- لنوعية الأرباح (Earnings Quality) ومقياس مستقل آخر لثبات الأرباح (Earnings Persistence).

3-1 مشكلة الدراسة

من المعروف أن هناك تكلفة لإعداد وتوزيع القوائم المالية، لذا يتوقع أن تتضمن القوائم المالية معلومات مفيدة حول ربحية الشركة وملاءتها المالية والتي تساعد مستخدمي القوائم المالية في الحكم على استمرارية الشركة.

لقد أثبتت الدراسات السابقة وجود علاقة ما بين السعر السوقي للسهم وربحية السهم، ولكن السؤال هنا ما هي العلاقة ما بين السعر السوقي للسهم وباقي المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية؟ وهل يعكس رقم الربح جميع المعلومات الأخرى التي تتضمنها القوائم المالية؟

أثبت إجراء العديد من الدراسات منذ عام 1967 وحتى الآن، وفي غالبية دول العالم، أن رقم الربح منفرداً لم يستطع أن يفسر في المتوسط أكثر من 10%[2] من التغير في سعر السهم، ومن هنا جاءت الحاجة لدراسة المضمون المعلوماتي لأرقام القوائم المالية (عدا رقم الربح).

وبناءً على ذلك يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالأسئلة التالية:

- هل يوجد مضمون معلوماتي إضافي للمؤشرات الأساسية مجتمعة علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية؟
- ما أثر المتغيرات الاقتصادية على المضمون المعلوماتي لهذه المؤشرات الأساسية؟

---

1 - أنظر (Al-Debie and Walker, 1999).

2 - أنظر دراسة (Bernard and Thomas, 1989) و دراسة (Lev, 1989)

الفصل الثانـي

الدراسات السابقة

الفصل الثاني

الدراسات السابقة

مقدمة

2-1 الدراسات السابقة

- أولاً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم ومتغيرات الربحية
- ثانياً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non-Earning Signals) واستخدمت أسلوباً إحصائياً في اختيارها للمؤشرات الأساسية
- ثالثاً: دراسات تناولت علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non-Earning Signals) واستخدمت طريقة عمل المحللين الماليين في اختيارها للمؤشرات الأساسية

2-2 ملخص الدراسات السابقة

2-3 ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

مقدمة

تزخر دوريات المحاسبة بالعديد من الدراسات التي تناولت اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والتغير غير المتوقع في العديد من بنود قائمة الدخل، والميزانية، والتدفقات النقدية، ولقد تعددت منهجيات البحث المطبقة في تلك الدراسات.

سيتم في هذا الفصل عرض لبعض تلك الدراسات بالاعتماد على تسلسل أفكارها ونتائجها مع مراعاة عامل التسلسل الزمني، وفي ضوء ذلك سيتم تقسيم تلك الدراسات إلى ثلاثة أقسام بناءً على أهدافها ونتائجها، وكما يلي:

1. دراسات تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم ومتغيرات الربحية.
2. دراسات تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non-Earning Signals) واستخدمت أسلوباً إحصائياً في اختيارها للمؤشرات الأساسية.
3. دراسات تناولت علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non-Earning Signals) واستخدمت طريقة عمل المحللين الماليين في اختيارها للمؤشرات الأساسية.

1-2 الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم ومتغيرات الربحية

تعد دراسة (Ball and Brown, 1968) من أوائل الدراسات في هذا المجال. فقد تناولت دراستهما اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والتغير في الأرباح المحاسبية، وفحصا الأهمية النسبية لكل من الأرباح المحاسبية والتدفق النقدي. وأثبتت دراستهما وجود مضمون معلوماتي لصافي الربح وربحية السهم، وأن القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية تفوق القوة التفسيرية للتدفقات النقدية وأن المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية تنعكس مباشرة في أسعار الأسهم.

وأيضاً اختبر (Beaver, 1968) العلاقة ما بين الأرباح وقت الإعلان عنها وكل من حجم التداول بالأسهم وأسعارها. وكان يهدف إلى التحقق من وجود مضمون معلوماتي للمعلومات المنشورة في القوائم المالية، وأن المستثمرين في الأسهم يتأثرون بها ويستخدمونها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وقدمت دراسته دليلاً مبدئياً على وجود مضمون معلوماتي للأرقام المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية وأن هذا المضمون يؤثر على أسعار الأسهم خلال فترة الإعلان عن القوائم المالية، كما أكد على استخدام المستثمرين في الأسهم لهذه المعلومات.

تناولت دراسة (Beaver and Dukes, 1972) العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم ومقاييس الربح المحاسبي، ولقد اختبرت عدة نماذج للتنبؤ بأسعار الأسهم، واختبرت فيما إذا كان استخدام

المتغيرات الربحية كنسب مئوية أفضل من استخدام الفرق الأول في حصة المساهمين من الأرباح. وشملت استخدام المتغيرات المستقلة التالية: الأرباح المؤجلة (الأرباح المتاحة للمساهمين)، الأرباح المتاحة للمساهمين مقسومة على القيمة الدفترية لحقوق الملكية في بداية العام، والتدفقات النقدية، والفرق الأول في ربحية السهم. وتوصلت الدراسة إلى وجود مضمون معلوماتي للأرباح المؤجلة وأن هذا المضمون ينعكس مباشرة في أسعار الأسهم، كما أثبتت تفوق المضمون المعلوماتي للأرباح المؤجلة على مقاييس الربحية الأخرى وكذلك على التدفقات النقدية. وأشارت إلى أن استخدام القيمة الحقيقة (الأساسية) كمقياس للأرباح أفضل من استخدام الأرباح المحاسبية، وأخيراً أكدت أن استخدام متغيرات الربحية كنسب مئوية أفضل من التغير في هذه المتغيرات وبهذا ظهرت الحاجة إلى استخدام منهج التحليل الأساسي.

أما المراجعة الأدبية التي قام بها (Lev, 1989) فقد توصلت إلى أن ضعف العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم يعود إلى عدة أسباب منها، انخفاض نوعية الأرباح المعلنة، أو وجود خطأ في مواصفة العلاقة بين العوائد والأرباح، أو قد تكون ناتجة عن قرارات المستثمرين الاعتباطية، أو عيوب في الدراسات التي اختبرت هذه العلاقة، وكذلك لطريقة الإفصاح عن الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية، ولم يستبعد أن الأرباح المحاسبية لا تعكس جميع المعلومات عن قيمة الشركة، ودعا الباحثين إلى البحث عن أسباب ضعف هذه العلاقة، ومحاولة بناء نماذج جديدة باستخدام متغيرات محاسبية أخرى إلى جانب الأرباح، بحيث تكون أقدر على تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم.

وسعت دراسة (Easton et al., 1992) إلى تحليل العلاقة المتزامنة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية وذلك باستخدام نوافذ قياس طويلة، ولقد تراوحت النوافذ المستخدمة ما بين ثلاث أشهر إلى عشر سنوات، إذ تم تجميع الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم لكل فترة، وتم استخدام الأرباح المحاسبية المجمعة بدلاً من الأرباح غير المتوقعة، والعوائد السوقية للأسهم بدلاً من العوائد غير العادية للأسهم، وتوصلت دراستهم إلى أن توسيع نافذة القياس يؤدي إلى تحسن في علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ويزيد من القوة التفسيرية لنموذج العلاقة.

كذلك اختبر (Kothari and Salon, 1992) قدرة أسعار الأسهم على التنبؤ بالأرباح المستقبلية، واختبرا فيما إذا كانت هذه القدرة تفوق قدرة الأرباح الحالية، وأن لهذه الأسعار مضمون معلوماتي علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية الحالية. وتوصلت الدراسة إلى أنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي لأسعار أسهم الشركات علاوة على المضمون المعلوماتي لأرباحها الحالية، وأن أسعار الأسهم لديها قدرة أكبر من الأرباح المحاسبية الحالية

علـى التنبـؤ بالأربـاح المسـتقبلية، وعليـه فـإن الأسـعار هـي التـي تقـود الأربـاح ولـيس العكـس وأن العوائد السوقية للأسهم تعكس توقعات الأرباح المستقبلية.

كـذلك قـدم (Ohlson, 1995) نمـوذج لدراسـة العلاقـة بـين العوائـد السـوقية للأسـهم وكـل مـن الأربـاح المسـتقبلية، والقيمـة الدفتريـة، والتوزيعـات. وافتـرض أن الأربـاح تسـلك سـلوكاً عشـوائياً وتوصلت الدراسة إلى أن استخدام الأرباح المحاسبية الحالية يكفي لتحديد أسعار الأسـهم وأنهـا لا تتأثر بالتوزيعات حيث أن التوزيعات تخفض من القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

وعلـى صـعيد الدراسـات العربيـة، هـدفت دراسـة عبـد الله (1993) إلـى التعـرف علـى أهـم العوامل التي تحدد أسعار الأسـهم فـي الشـركات المسـاهمة العامـة السـعودية. حيث وجـد أن ربحيـة السـهم، والعائـد علـى حقـوق الملكيـة، والمؤشـر العـام لأسـعار الأسـهم جميعهـا عوامـل تحـدد أسـعار أسهم الشركات العامة المساهمة السعودية بغض النظر عن القطاع الذي تنتمي إليه.

وفـي البيئـة الأردنيـة، قامـت عـدة دراسـات باختبـار المضـمون المعلومـاتي للأرقـام المحاسـبية منهـا دراسـة غرايبـة وجعفـر (1988) والتـي اختبـرت المضـمون المعلومـاتي للأرقـام المحاسـبية وأثره على أسعار الأسهم وذلك عند الإعلان عنها. وشـملت الدراسـة اسـتخدام مجموعـة مـن النسـب الماليـة قسـمت إلـى المجموعـات التاليـة: صـافي الـربح، والـربح المـوزع، والـربح المعـدل ونسـب ماليـة أخـرى، وأثبتـت دراسـتهما وجـود مضـمون معلومـاتي للأرقـام المحاسـبية عمومـاً وأنهـا تـؤثر علـى علاقـة العوائـد السـوقية للأسـهم، وأن لمتغيـرات الربحيـة مضـمون معلومـاتي أكثـر مـن غيرهـا من النسب المستخدمة.

كـذلك اختبـر الـدبعي وأبـو نصـار (1999) مواصـفة العلاقـة بـين العوائـد السـوقية للأسـهم والأرباح المحاسبية. وسعى الباحثان إلى اختبـار أحـد أسـباب ضـعف العلاقـة بـين العوائـد والأربـاح والـذي تمثـل فـي طبيعـة المتغيـر المسـتقل المسـتخدم فـي تفسـير التغيـر فـي أسـعار الأسـهم، وكانـت منهجية الدراسة قد شملت ثلاثة نماذج رياضية كان المتغير التابع في كل منها العائد السوقي للسـهم وتضمن النموذج الأول متغيراً مستقلاً واحداً هو التغير فـي الأربـاح مقسـوماً علـى سـعر السـهم فـي بداية نافذة القياس، فيما تضـمن النمـوذج الثـاني متغيـراً مسـتقلاً واحـداً هـو مسـتوى الأربـاح مقسـوماً علـى سـعر السـهم فـي بدايـة نافـذة القيـاس وجمـع النمـوذج الثالـث بـين هـذين المتغيـرين المسـتقلين، وأظهرت نتائج دراستهما أن لكل من متغير «التغير في الأرباح» ومتغيـر «مسـتوى الأربـاح» قـدرة على تفسير التغير في أسعار الأسـهم، وأن لمتغيـر مسـتوى الأربـاح قـدرة أكبـر علـى تفسـير التغيـر فـي عوائـد الأسـهم، وأن إدخـال المتغيـرين فـي نمـوذج العلاقـة يحسـن مـن قـدرة النمـوذج علـى تفسير التذبذب في عوائد الأسهم ويؤدي إلـى انخفـاض خطـأ القيـاس. وبهـذا أكـد الباحثـان نتـائج

دراسة (Easton and Harris, 1991) على السوق الأمريكية، ودراسة (Al – Debi'e, 1997) على السوق البريطانية.

وفي دراسة لاحقة، اختبر الدبعي وأبو نصار (2000) مدى ملاءمة نسبة الربح إلى السعر والمحتسبة في بداية نافذة القياس في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية. وكانت منهجية الدراسة قد استخدمت ثلاثة نماذج رياضية كان المتغير التابع في كل منها العائد السوقي للسهم واستخدمت متغير«التغير في الأرباح» و متغير «مستوى الأرباح» أو كلاهما كمتغيرات مستقلة هذا وقد تم تقسيم مشاهدات الدراسة إلى خمس مجموعات بناءً على نسبة الربح إلى السعر، ومن ثم تم إعادة تنفيذ النماذج الثلاثة لكل مجموعة من هذه المجموعات. وكانت نتائج الدراسة قد أكدت إمكانية استخدام نسبة الربح إلى السعر لتحسين علاقة العوائد بالأرباح المحاسبية وأن متغير «مستوى الأرباح» هو المتغير الأساس في هذه العلاقة، كما أكدت أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح من حيث كونها عابرة أو دائمة، وأن الشركات التي تنتمي إلى المجموعات المتوسطة تكون أرباحها أكثر ديمومة وقدرتها على تفسير التغير في العوائد السوقية أقوى من الشركات التي تنتمي للمجموعات المتطرفة، وأشارت إلى أن ضعف علاقة العوائد بالأرباح يعود إلى احتواء الأرباح على عناصر مؤقتة أكثر من العناصر الدائمة، وإلى تأخر الأرباح في عكس المعلومات ذات العلاقة بقيمة الشركات بالمقارنة بأسعار أسهمها، وأخيراً فقد بلغ متوسط القوة التفسيرية للأرباح 10% وهذا يتفق مع العديد من الدراسات العالمية والمحلية.

ومن ثم أجرى الباحثان الدبعي وأبو نصار (2001) دراسة اختبرت فيما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة في سوق عمان المالي وهدفا إلى تحديد عدد الفترات المالية التي تسبق فيها الأسعار السوقية للأسهم الأرباح المحاسبية في عكس تلك المعلومات، كما هدفا إلى قياس مدى التحسن الممكن إدخاله على علاقة العوائد بالأرباح عند قياسها بشكل غير متزامن. واستخدمت الدراسة نموذج انحدار المربعات الصغرى (Ordinary Least-Squares Regression) وتم تنفيذ خمسة صيغ من نموذج علاقة العوائد بالأرباح تفاوت فيها طول نافذة قياس العائد. وأظهرت الدراسة أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية المعلنة في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، وهذا يتفق مع الدراسات التي أجريت في كل من السوق الأمريكية والبريطانية. ولكن عدد الفترات التي تسبق فيها الأسعار السوقية للأسهم الأرباح المحاسبية تختلف من سوق إلى أخر، وهذا يعزى إلى اختلاف الكفاءة ما بين تلك الأسواق، وكانت الأسعار السوقية للأسهم في سوق عمان تسبق الأرباح المحاسبية في عكس تلك المعلومات بثلاث سنوات مالية. وهذا يؤكد أن علاقة العوائد بالأرباح غير متزامنة وأن عوائد الفترات المالية السابقة هي بأهمية عوائد الفترة المالية الحالية.

وبناءً على ضعف قدرة رقم الربح المحاسبي على تفسير التغير في أسعار الأسهم حاول الباحثين البحث عن بنود أخرى ربحية (أو غير ربحية) في القوائم المالية والتي توقعوا أن يكون لها قدرة إضافية على تفسير ذلك التغير في أسعار الأسهم.

ثانياً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non-Earning Signals) واستخدمت أسلوباً إحصائياً في اختيارها للمؤشرات الأساسية

اختبرت العديد من الدراسات العلاقة ما بين العوائد السوقية للأسهم والتغير غير المتوقع (Unexpected change) في العديد من بنود قائمة الدخل والميزانية [1].

ففي دراستي (Ou and Penman, 1989a; 1989b) وضعا طريقة لتحليل القوائم المالية تستنبط مقياس قيمة تلخيصي من الأرقام التي تتضمنها القوائم المالية. ويتضمن هذا المقياس التلخيصي معلومات حول اتجاه التغير المستقبلي (سنة قادمة) في رقم ربحية السهم. ولقد أشار الباحثان إلى أن العوائد السوقية للأسهم والمتزامنة مع هذه الأرباح لا تعكس معلومات هذا المقياس التلخيصي. ويمكن تلخيص أهم التطبيقات لنتائج دراستيهما بالنقاط التالية:

1. قدّمت دليلاً على أن القوائم المالية تعكس معلومات أساسية لا تعكسها أسعار الأسهم.
2. يؤدي تأخر ردة فعل السوق على الإعلان عن معلومات القوائم المالية إلى التساؤل حول استخدام ردة فعل السوق في تقييم الإفصاحات المحاسبية.
3. إن النتيجة التي توصل إليها الباحثان؛ من حيث أن سوق الأسهم لا يعكس جميع معلومات القوائم المالية عند توقعه للأرباح المستقبلية. مرتبطة بدراسات الانحراف ما بعد الإعلان عن المعلومات المحاسبية [2] (Post-Announcement Drift). وبالمقابل تُنتقد دراستيهما بأنهما لم يقدما أي تفسير لنتائجهما، ولم يقدما أي منطق اقتصادي يبرر قدرة بعض معلومات القوائم المالية على توقع التغير المستقبلي في الأرباح[3].

أما دراسة (Ou, 1990) فقد اختبرت المضمون المعلوماتي للأرقام المحاسبية (غير الربحية) وفيما إذا كان هذا المضمون يفوق المضمون المعلوماتي للمتغيرات الربحية. وقد تم اختيار 61 مؤشر أساسي كان معظمها من النسب المالية. وقد قدمت الدراسة دليلاً على وجود مضمون معلوماتي للأرقام المحاسبية (غير الأرباح) المعلنة في القوائم المالية وأن لهذه المؤشرات القدرة

---

1 - أنظر أبو نصار والدبعي (2001)، و (Bublitz and Etterdge, 1989)، و (Hopwood and McKeown, 1985).

2 - من الأمثلة على هذا النوع من الدراسات: دراسة (Freeman and Tse, 1989)، ودراسة (Bernard and Thomas, 1989).

3 - أنظر دراسة (Al – Debi'e,1997)

على التنبؤ بالأرباح المحاسبية للأعوام القادمة وكذلك القدرة على التنبؤ باتجاه التغير في الأرباح للعام القادم الأمر الذي لا يمكن للأرباح الحالية أن تقدمه.

قام (Holthausen and Larker, 1992) بدراسة مشابهة لدراسة (Ou and Penman, 1989a) واختبرا قدرة نموذج إحصائي بحت -يستخدم المعلومات المحاسبية- على توقع العوائد غير العادية للأسهم لفترة قادمة، ولقد أثبتت دراستهما أن ذلك النموذج قادر على توقع العوائد غير العادية للأسهم لفترة قادمة، وأن النموذج يحقق عوائد تزيد عن تلك العوائد التي قد يحققها النموذج الذي يعتمد على توقع الأرباح والمستخدم في دراسة (Ou and Penman, 1989a) [1].

أيضاً قام (Greig, 1992) بالتحقق من نتائج دراسة (Ou and Penman, 1989a). وتستند منهجية دراسته إلى أنه، إذا تم الأخذ بعين الاعتبار الفروقات ما بين الصناعات فيما يتعلق بالمخاطرة والخصائص الاقتصادية الأخرى، فإن قدرة مقياس (Ou and Penman, 1989a) على تحقيق عوائد غير عادية ستختفي. وبالفعل، أثبت الباحث أن مقياس (Ou and Penman, 1989a) ما هو إلا ممثل (Proxy) للفروقات في العوائد المتوقعة ما بين الصناعات أكثر مما هو تباطؤ منتظم في ردة فعل السوق على الإعلان عن المعلومات المحاسبية.

وقام (Stober, 1992) بالمقارنة ما بين المعلومات التي يتضمنها المقياس التلخيصي في دراسة (Ou and Penman, 1989a) والمعلومات التي تتضمنها توقعات المحللون الماليون والمتاحة ضمن قاعدة بيانات (IBES). وبمقارنة قدرة كل منهما على التوقع، وجد الباحث أن توقعات المحللين الماليين أقدر، بدرجة هامشية، على توقع إشارة التغير في الأرباح للسنة القادمة، من قدرة المقياس التلخيصي الذي استنبطه (Ou and Penman, 1989a).

وبالرغم من أن معظم هذه الدراسات استطاعت أن تقدم دليلاً على أن القوائم المالية تعكس معلومات أساسية لا تعكسها أسعار الأسهم إلا أن استخدامها للأسلوب الإحصائي في اختيارها للمؤشرات الأساسية لا يمكن تبريره اقتصادياً أو دعمه نظريا. ومنها سعى الباحثون لإيجاد طريقة لاختيار المؤشرات الأساسية يمكن تبريرها اقتصادياً ودعمها نظرياً.

---

1 - أنظر دراسة (Setiono and Strong, 1996) والتي اختبرت ربحية كل من منهجية (Ou and Penman, 1989a) ومنهجية (Holthausen and Laker, 1992) على السوق البريطانية.

ثالثاً: دراسات تناولت علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non – Earning Signals) واستخدمت طريقة عمل المحللين الماليين في اختيارها للمؤشرات الأساسية.

في بريطانيا قام الباحثان (Arnold and Moizer, 1984) بدراسة استكشافية للتعرف على المناهج العامة التي يتبناها المستثمرون والمحللون الماليين في تقيمهم لأسعار أسهم الشركات من خلال القيام بمقابلات شخصية واستبانات. ولقد أثبتا أن 92% من المحللين الماليين يستخدمون منهج التحليل الأساسي، وأن المحللين يعطون أهمية خاصة لبيانات الميزانية، وبالتحديد تلك المتعلقة بمركز السيولة، والرفع المالي، ومن جانب آخر يهتم المحللون ببيانات قائمة الدخل؛ كالمبيعات، ومجمل ربح، والربح قبل الضريبة، مع التركيز على نوعية الأرباح. وأيضاً يأخذ المحللون بعين الاعتبار المعلومات المتعلقة بالتضخم، والتغيرات في معدلات الفائدة، والتذبذبات في أسعار الصرف، ودرجة التدخل الحكومي، والتغيرات في السياسات الحكومية تجاه صناعة معينة، عند قيامهم بعملهم.

وكذلك اختبر (Lipe, 1986) علاقة العوائد السوقية للأسهم بالتغير غير المتوقع في البنود الرئيسة لقائمة الدخل؛ من مجمل ربح، ومصاريف تشغيلية، واهتلاكات، ومصاريف فائدة، وضرائب دخل. ولقد وجد أن لهذه البنود قدرة أكبر على تفسير التذبذبات في العوائد السوقية للأسهم بالمقارنة مع الرقم الذي يلخصها؛ وهو التغير غير المتوقع في رقم الربح. وتشير هذه النتيجة إلى أن بيانات قائمة الدخل تفقد جزءاً من مضمونها المعلوماتي عند دمجها في رقم تلخيصي واحد هو رقم الربح.

استنبط (Lev and Thiagarajan, 1993) ا ثني عشر مؤشراً أساسياً بالاعتماد على تقارير وطريقة عمل المحللين الماليين، والتي تعتبر، من وجهة نظر المحللين الماليين، هامة في تحديد قيمة سهم الشركة. ومن ثم سعى الباحثان إلى اختبار العلاقة المتزامنة (Contemporaneous Relation) ما بين العوائد السوقية للأسهم وتلك المؤشرات الأساسية، وذلك لتحديد فيما إذا كان لتلك المؤشرات مضمون من المعلومات، وفيما إذا كان مضمونها من المعلومات أكبر من ذلك لرقم الربح. أيضاً سعى الباحثان إلى الربط ما بين المضمون المعلوماتي لتلك المؤشرات والحالة الاقتصادية السائدة. وذلك لإثبات أن المضمون المعلوماتي لتلك المؤشرات يتأثر سلباً وإيجاباً بالظروف الاقتصادية، ولقد أثبتت دراستهما أن معظم المؤشرات المستخدمة لها مضمون من المعلومات يتجاوز المضمون المعلوماتي لرقم الربح، كما أثبتت الدراسة أن ذلك المضمون المعلوماتي مرتبط بالأوضاع الاقتصادية السائدة، الأمر الذي يشير إلى أهمية التحليل القريني (Contextual Analysis) في التحليل الأساسي.

أما دراسة (Shroff, 1995) فقد اختبرت العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم والعوامل المحددة لهذه العلاقة. وكانت الدراسة قد استخدمت عوامل لقياس الأداء التشغيلي منها: نسبة السعر إلى الربح، ونسبة العائد على حقوق الملكية، وحصة السهم من التوزيعات، والقيمة الدفترية للسهم. وقد أثبتت الدراسة أن سعر السهم لا يتحدد فقط من خلال الأرباح المحاسبية وإنما يوجد معلومات أخرى عن الأرباح المستقبلية، وأن الأرباح الحالية المرتبطة بنسب نمو مستقبلية عالية قادرة على تفسير التغير في العوائد المستقبلية، كما أن نسبة ربحية السهم والعائد على حقوق الملكية كمقياسين للأداء التشغيلي قادران على تفسير التغير في الأرباح المستقبلية.

في دراسة أخرى قام بها (Amir and Lev, 1996) تم اختبار وتحديد أي المعلومات ملائمة للمستثمرين (المعلومات المالية أو غير المالية)، وقد استخدما منهج التحليل الأساسي لمعرفة أي المتغيرات أكثر ملاءمة لاتخاذ قرار الاستثمار في الصناعات التي تتميز بتطورها السريع، واختبرت الدراسة المؤشرات التالية: المصاريف الإدارية والبيعية، وصافي التدفقات النقدية التشغيلية للسهم، ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم، ومصاريف الاهتلاك، ومصاريف الاهتلاك والإطفاء، والديون طويلة الأجل، والتدفقات النقدية الحرة للسهم، ومتغير ربحية السهم. وقد أثبتت دراستهما أن المعلومات التي تقدمها التقارير المالية للشركات ذات الصناعات المتطورة (الاتصالات اللاسلكية) غير كافية وليست ملاءمة كثيراً للاستثمار، وأثبتا أن المؤشرات الأساسية مثل مؤشرات النمو في المبيعات ومؤشرات الأداء التشغيلي أكثر ملاءمة لتقيم الأسهم، وأنه بالرغم من كون الأرباح المحاسبية تساهم في تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم إلا أن الجمع بين استخدام المعلومات غير المالية والمتغيرات الربحية يساهم في تفسير أفضل للتغير في أسعار الأسهم. وقد أظهرت الدراسة مدى أهمية التكامل بين المعلومات المالية وغير المالية.

كذلك قام (Abarbanell and Bushee, 1997) باختبار كيفية استخدام المؤشرات الأساسية في القرارات المتخذة من قبل المساهمين والمشاركين في الأسواق المالية، كما اختبرا وجود مضمون معلوماتي للتغيرات الحالية في المؤشرات الأساسية حول تغيرات الأرباح اللاحقة، وسعت دراستهما إلى تحديد أي من هذه المؤشرات الأساسية يؤثر فعلياً في التنبؤ بالأرباح، كما بحثا فيما إذا كانت المعلومات التي تقدمها هذه المؤشرات غير مستغلة بالكامل من قبل المحللين الماليين. وقد أكدت الدراسة وجود مضمون معلوماتي إضافي للمؤشرات الأساسية المقترحة من قبل (Lev and Thiagarajan, 1993)، كما أكدت أن المحللين الماليين والمستثمرين يستخدمون بعض المؤشرات الأساسية، وأن لبعض هذه المؤشرات الأساسية قدرة على تفسير نمو الأرباح في الأجل

الطويل فقط، وأخيراً أظهرت الدراسة عدم استغلال المحللين الماليين لجميع المعلومات المتاحة من خلال المؤشرات الأساسية.

وفي دراسة لاحقة للباحثين (Abarbanell and Bushee, 1998) اختبرا مدى إمكانية تحقيق عوائد غير متوقعه موجبة من خلال استخدام منهج التحليل الأساسي، وأثبتا وجود عوائد غير متوقعه موجبة يمكن الحصول عليها بإتباع استراتيجيات تداول مبنية على استخدام المؤشرات الأساسية، كما أثبتت دراستهما أن العوائد غير المتوقعة تولدت بشكل أساس خلال فترة الإفصاح، وهذه النتيجة يمكن تبريرها بأن استجابة السوق كانت أقل للتغير في المؤشرات الأساسية باعتبارها تمثل عوامل مخاطرة.

وفي اليابان اختبر (Conroy et al., 1998) فيما إذا كانت المؤشرات الربحية الخاصة بالشركة وخاصة تنبؤات المدراء حول الأرباح المستقبلية تنعكس بصورة ذات أهمية في أسعار أسهم الشركات اليابانية، كما بحثت في كيفية تقيم السوق اليابانية لهذه المؤشرات الأساسية وذلك في أعقاب الانهيار الذي حصل في سوق الأسهم اليابانية عام 1980، واختبرت الدراسة المتغيرات المستقلة التالية: التغير غير المتوقع في الأرباح الحالية (Current earning surprise)، والتغير غير المتوقع في تنبؤات المدراء حول الأرباح (Management forecast surprise). ولقد أكدت دراستهم على أن المؤشرات الأساسية الخاصة بالشركة تلعب دوراً ذا أهمية في التأثير على أسعار أسهم الشركات اليابانية، وأن تنبؤات المدراء بالأرباح المستقبلية كان لها أثر أكبر من إعلانات الأرباح الحالية، كما أظهرت أن التغير الحاصل في نمط الاستجابة للمعلومات الربحية الجيدة والسيئة مع الوقت كانت انعكاساً للانهيار الذي حصل في سوق الأسهم اليابانية، وأن السوق اليابانية تبدي أهمية أقل للمؤشرات الربحية وخاصة السيئة منها، وأن هناك عوامل أخرى تؤثر فيه، وبهذا تكون قدمت دليلاً جديداً على وجود علاقة بين المعلومات الأساسية وأسعار الأسهم في اليابان.

كذلك اختبر (Whisenant, 1998) كيفية تقيم السوق للإفصاحات والمعلومات الإضافية الملحقة بالتقارير المالية، وافترض أن المستثمرين يستخدمون هذه الإفصاحات لتعديل المقاييس التلخيصية للقوائم المالية (مثل إجمالي الأصول وإجمالي الالتزامات) وقد تم استخدام عدة متغيرات مستقلة منها: مصاريف الدعاية والإعلان، ومصاريف البحث والتطوير، ومعدل النمو في المبيعات. هذا وقد دعمت نتائج دراسته قدرة التحليل الأساسي على تقديم معلومات أكثر ملائمة من المقاييس التلخيصية للقوائم المالية، وقدمت دليلاً على أن المستثمرين يستخدمون الإفصاحات الملحقة بالقوائم المالية وخاصة المتعلقة بالأصول والالتزامات لتعديل تلك المقاييس التلخيصية. هذا وقد أبرزت دراسته الحاجة لفهم التعديلات الواجب على المستثمرين إجرائها لتصحيح الانتقادات التي تواجهها الأرقام المحاسبية.

أيضـاً قـام (Al – Debi'e And Walker, 1999) باختبـار المؤشـرات التـي اقترحهـا (Lev and Thiagarajan, 1993) وذلك علـى السـوق البريطانيـة. ولقد أكدت دراستهما نتـائج دراسـة (Lev and Thiagarajan, 1993) علاوة على أنها حددت المؤشرات الأساسية الأكثر أهمية في السوق البريطانية؛ وهذه المؤشرات هي: مؤشر مجمل الربح، ومؤشر المصـاريف الإدارية والبيعية، ومؤشر القوى العاملة. أيضاً أكدت دراستهما أن أخذ الظروف الاقتصـادية بعين الاعتبار يزيد من قوة نموذج علاقة العوائد السوقية للأسهم بالمؤشرات الأساسية، ومن جانب آخر، أضـافت دراستهما بعداً جديداً مرتبطـاً بالصـناعة؛ فلقد وجد الباحثـان أن القوة التفسيرية للنمـوذج تتحسن عند السماح لمعـاملات المؤشرات الأساسية بالتذبـذب مـا بين الصـناعات المختلفة التـي تنتمـي إليهـا شـركات عينـة دراستهما. وتؤكد هذه النتيجـة الممارسـة التحليلية القائمـة علـى المقارنـة مـا بين أداء الشـركة ومعيار صـناعتها. وأخيراً، وعلى عكس مـا جاء في دراسـة (Lev and Thiagarajan, 1993)، فإن دراستهما أثبتت عدم وجود علاقة ما بين المقياس التلخيصي لنوعية الأرباح، والمستنبط من المؤشرات الأساسية، والمقياس المستقل لديمومة الأرباح.

كـذلك قـام (Fairfield and Whisenant, 2000) بـالتحقق مـن الادعـاء القائـل بـأن التحليل الأساسـي لا يستطيع الكشف عن المشـاكل التشـغيلية التـي قد تخفيها بعض ممارسـات المحاسبة الإبداعية نتيجة غياب سجلات للتوصيات الاستثمارية المبنية على التحليل الأساسي حصرياً. وقد تـم التحقـق مـن هـذا الادعـاء مـن خـلال اختبـار مقـاييس لـلأداء التشـغيلي والعائـد غيـر المتوقـع للشركات خلال الفترة اللاحقة لتقرير توصيات المحللين الأساسين، حيث كـان المتغير التابع هو العائد غير المتوقع للسهم واستخدمت المتغيرات المستقلة التالية: متغير التغير في الربح، والعائد علـى الأصـول، وهـامش الـربح التشـغيلي، ومعدل دوران إجمـالي الأصـول. واختلفت منهجيـة الدراسـة فـي استخدامها للبيانـات الماليـة ربـع السنوية. وقد قدمت هذه الدراسـة دليلاً علـى قدرة التحليل الأساسي علـى التنبؤ بمؤشرات تراجع أداء الشركة، وأنـه بـالرغم من أن هذه المؤشرات متاحة للعامة إلا أنها لم تنعكس في أسعار الأسهم. وأثبتا وجود عوائد غير متوقعه سالبة لمحـافظ الشـركات التـي اشـتملت عليهـا تقـارير المحللـين الأساسـين، وأن هـذه العوائـد امتـدت مـن تـاريخ الإفصاح وحتى عامين متتاليين. وأشارت دراستهما إلـى الحاجـة إلـى المزيد من الدراسـات لإثبـات نجاح المحللين الأساسين.

كذلك اختبر (Jeffrey and Arthur, 2000) فـي دراستهما مدى قدرة التحليل الأساسـي للبيانـات الماليـة (غيـر الربحيـة) علـى التنبـؤ بالعوائـد السـوقية للأسـهم وتوقـع تحركاتهـا المسـتقبلية. وافترضـا أن المسـتثمرين ينظـرون إلـى المؤشـرات الأساسـية كمصـدر تكميلـي للمعلومـات الربحيـة، وأنهـم يفترضـون وجـود مضـمون معلومـاتي إضـافي لهـذه المؤشـرات

الأساسية علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية، وقد استخدم الباحثان المؤشرات الأساسية المقترحة في دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) لدراسة العلاقة المتزامنة بين العوائد السوقية للأسهم والمؤشرات الأساسية. هذا وقد دعمت دراستهما النتيجة التي توصل إليه (Lev and Thiagarajan, 1993) بوجود مضمون معلوماتي إضافي للمؤشرات الأساسية علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية، وأثبتا أن التمييز بين الأرباح المستمرة والمؤقتة يحسن قدرة المؤشرات الأساسية على التنبؤ بالعوائد السوقية للأسهم.

ودرس (Piotroski, 2000) الارتباط بين المؤشرات الأساسية وأسعار الأسهم المستقبلية المعدلة لعينة من الشركات صنفت وفقاً لنسبة القيمة الدفترية إلى السوقية للسهم، واستخدم تسع مؤشرات أساسية صنفت إلى أربعة مجموعات وهي: مجموعة الربحية، ومجموعة الرافعة المالية، ومجموعة فعالية التشغيل، ومجموعة السيولة. وقد توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين يستخدمون المؤشرات الأساسية للتمييز بين الشركات القوية والضعيفة، كما دعمت دراسته نتائج دراستي (Abarbanell and Bushee, 1997; 1998) بقدرة المؤشرات الأساسية على التنبؤ بأداء الشركة المستقبلي وأضاف بأن السوق أخفق في أن يعكس المعلومات المحاسبية القديمة بفعالية.

وفي المكسيك قام (Swanson et al., 2001) بتطبيق المؤشرات التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) في ضوء الاقتصاد المتضخم الذي تشهده المكسيك وحيث تطبق شركات المكسيك محاسبة التكلفة الاستبدالية. كما تم مقارنة نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) التي تم إجراءها في الولايات المتحدة الأمريكية التي تتميز بالاقتصاد المستقر وحيث تطبق شركاتها محاسبة التكلفة التاريخية. هذا واختبرت خمس مؤشرات من المؤشرات التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) إضافة إلى المتغيرات التالية: مستوى الربح، والتغير في الربح، وأرباح وخسائر الحيازة، وأرباح وخسائر التغير في القوة الشرائية. ولقد أثبتت دراستهما أن التحليل الأساسي لعناصر القوائم المالية يقدم معلومات ملائمة حول أثر انخفاض قيمة التوقعات السوقية للتغيرات المستقبلية على التدفقات النقدية المستقبلية، كما حددت هذه الدراسة المؤشرات الأكثر أهمية في السوق المكسيكية، وهذه المؤشرات هي المصاريف الإدارية والبيعية ثم مجمل الربح يليه مؤشر المخزون من حيث الأهمية مقارنة بالسوق الأمريكية التي اعتبر مؤشر مجمل الربح الأكثر أهمية وتليه المصاريف الإدارية والبيعية ثم المخزون، هذا ولم تظهر هذه الدراسة أي دليل على وجود أي قوة تفسيرية لأي من مؤشر أرباح وخسائر الحيازة أو مؤشر أرباح وخسائر التغير في القوة الشرائية.

وفي دراسة أخرى قام (Swanson and Felipe, 2003) بتطبيق خمسة من المؤشرات الأساسية التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) على السوق المكسيكية وذلك بعد الفترة التي تم فيها تخفيض قيمة العملة المحلية عام 1994، واختبرا مدى قيمة المعلومات التي تقدمها التقارير المالية للمستثمرين، وتم تنفيذ الدراسة على عينتين احدها ما قبل تخفيض العملة والأخرى ما بعدها، وتناولت الدراسة المؤشرات الأساسية التالية: مخزون البضاعة الجاهزة، والذمم المدينة التجارية، ومعدل الضريبة، ومجمل الربح، والمصاريف الإدارية والبيعية، وتم إضافة مؤشر كلفة القروض. وقد أثبتا وجود مضمون معلوماتي إضافي للمؤشرات الأساسية وخاصة مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية وأن هذا المضمون يظهر بدرجة أكبر في الحالات التي يعاني فيها الاقتصاد من أزمات وهذا يدعم نتائج (Lev and Thiagarajan, 1993) بأن المضمون المعلوماتي الإضافي للمؤشرات الأساسية يعتمد على الحالة الاقتصادية السائدة.

وكذلك قام (Bettman et al., 2006) بدراسة اختبرت قدرة كل من التحليل الفني والتحليل الأساسي على تفسير التغير في أسعار الأسهم كل على حدة، كما اختبرت قدرة نموذج مقترح دمج بين نوعي التحليل على تفسير التغير في أسعار الأسهم وهل يكمل كل منهما الآخر أو أن احدهما يمكن أن يكون بديل للآخر؟ وقد استخدمت الدراسة ثلاثة نماذج رياضية هي: نموذج للتحليل الفني، ونموذج للتحليل الأساسي، ونموذج يجمع بين نوعي التحليل، حيث كان المتغير التابع هو سعر السهم للعام القادم وكانت المتغيرات المستقلة كما يلي: القيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم للعام الحالي، وربحية السهم للعام القادم. ولقد أكدت نتائج هذه الدراسة أنه بينما يؤدي كل من نماذج التحليل دوراً جيداً في تفسير التغير في أسعار الأسهم إلا أن الموازنة بين التحليل الفني والأساسي هو الأسلوب الأمثل لتقييم الأسهم ولتنمية الاستثمار. هذا وقد أبرزت نتائج دراستهم أن كلا النموذجين يكمل دور الآخر وأنه لا يمكن استخدام احدهما بديلاً للآخر.

كذلك اختبر (Guthrie, 2006) العلاقة بين معدل العائد المتوقع للأسهم والرافعة التشغيلية، وأثبت أن معدل العائد المتوقع للسهم يزداد كلما انخفضت الرافعة التشغيلية وهذا مناقض لما هو معروف؛ حيث يفترض أن تكون العلاقة بين هذين المتغيرين علاقة طردية. هذا وقد خرج بمقولة «أن على الشركات أن تفعل كل ما هو مطلوب لتغير هذه النتيجة المعتادة وان توقف عملياتها التشغيلية إذا أصبحت غير مربحة بما فيه الكفاية». وأظهرت هذه الدراسة الخطر الملازم للنماذج المالية الإحصائية والتي تفتقر إلى المرونة في مشاريع الاستثمار النموذجية، وأنه إذا أخذنا البدائل الحقيقية بعين الاعتبار فإن معايير النتائج يمكن أن تنقلب.

وفـي دراسـة أخـرى قـام (Wilkowska, 2006) باختبـار علاقـة العوائـد السـوقية المسـتقبلية للأسـهم بالمؤشـرات الأساسـية وذلـك فـي السـوق البولنديـة. هـذا وكـان قـد اسـتخدم التحليـل الأساسـي لاختبـار قـدرة المؤشـرات الأساسـية علـى تفسـير العوائـد المسـتقبلية للأسـهم وخاصـة فـي الأجـل الطويـل. وقـد شـملت المتغيـرات المسـتقلة: خمسـة مؤشـرات أساسـية مـن المؤشـرات التـي اقترحهـا (Lev and Thiagarajan, 1993) وهـي مؤشـر مجمـل الـربح، ومؤشـر المخـزون، ومؤشـر المـدينون، ومؤشـر المصـاريف الإداريـة والبيعيـة، ومؤشـر القـوى العاملـة إضـافة إلـى عـدة متغيـرات أخـرى اسـتخدمت فـي الأبحـاث السـابقة لكـل مـن (Bushee,2004; and Piotroski,2000; and Abrabanell, Bushee,1997) كان أهمها متغير العائد على الأصول، والتدفقات النقدية التشغيلية، ونسبة السيولة، والرافعـة الماليـة. ودعمـت نتـائج دراسـته قـدرة المؤشـرات الأساسـية علـى التنبـؤ بالعوائـد السـوقية المسـتقبلية للأسـهم وخاصـة فـي الأجـل الطويـل، كمـا حـددت المؤشـرات الأكثـر أهميـة فـي السـوق البولنديـة وهـي مؤشـر مجمـل الـربح، ومؤشـر المصـاريف الإداريـة والبيعيـة ومعـدل العائـد علـى الأصول، كما أكد على أن قدرة هذه المؤشرات تعتمد على الظروف الصناعية والحالـة الاقتصـادية المحيطـة بالشـركات. وبهـذا دعمـت دراسـته نتـائج دراسـة (Lev and Thiagarajan, 1993) بوجـود علاقـة متزامنـة (Contemporaneous Relation) مـا بـين العوائـد السـوقية للأسـهم وتلـك المؤشـرات الأساسية.

أيضـا قـام (Zhang and Yang, 2009) باختبـار العلاقـة بـين عناصـر القـوائم الماليـة والأربـاح المسـتقبلية فـي ضـوء الحالـة الاقتصـادية السـائدة، وافترضـا وجـود علاقـة بـين المؤشـرات الأساسـية والجوانـب المختلفة للأرباح المستقبلية مثل، نمو الأرباح في الأجل الطويل، والتغيرات المؤقتـة فـي الأربـاح أو التغيرات الهيكلية. واختلفت منهجية هذه الدراسة باستخدامها نموذج رياضـي تكـون فيـه المتغيرات التابعة: صافي الربح للعام القادم، وربحية السهم للعام القادم كل على حدة أمـا المتغيـرات المستقلة التي تناولتها الدراسة فهي: مخزون البضاعة الجـاهزة، والـذمم المدينـة التجاريـة، والنفقـات الرأسمالية، ومجمل الربح، والقوى العاملة، والمصـاريف الإداريـة والبيعيـة. وقـد دعمـت نتـائج هـذه الدراسـة أهميـة المؤشـرات الأساسـية فـي التنبـؤ بالأربـاح المسـتقبلية وأن القـوة التفسـيرية لهـذه المؤشـرات تتـأثر بالحالـة الاقتصـادية السـائدة، كمـا أظهـرت أن مؤشـرات الربحيـة والاسـتثمار لهـا مضمون معلوماتي قادر على تفسـير الأربـاح المسـتقبلية، وأن مؤشـر القـوى العاملـة لـيس ذو أهميـة في النموذج المستخدم.

هـذا وفـي تـونس قـام (Elleuch and Trabelsi, 2009) باختبـار فيمـا إذا كانـت إسـتراتيجية التحليل الأساسي المبنية على المعلومات المحاسبية التاريخيـة قـادرة علـى التنبـؤ بالعوائـد المسـتقبلية للأسهم، كما اختبرت إمكانية استخدام المؤشرات المحاسبية التاريخية لتحسين العوائد المكتسبة من

قبل المستثمرين من خلال التمييز بين الأسهم الرابحة والخاسرة، وتم تنفيذ نموذج كان فيه المتغير التابع هو العائد السوقي للسهم المجمع أسبوعيا، أما المتغيرات المستقلة فقد كانت كما يلي: مخزون البضاعة الجاهزة، والذمم المدينة التجارية، والاستثمارات، ومجمل الربح، والقوى العاملة، والعائد على الأصول، والتغير في العائد على الأصول، والتدفق النقدي التشغيلي، وتسويات المستحقات، والرافعة المالية، ونسبة السيولة، ومعدل تغطية الأصول. وقدمت هذه الدراسة دليلاً على إمكانية استخدام المؤشرات المحاسبية التاريخية في التنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم، وأن استخدام إستراتيجية التحليل الأساسي يمكن أن تحسن العوائد المكتسبة من قبل المستثمرين من خلال التمييز بين الأسهم الرابحة والخاسرة، كما أكدت البطء في استجابة السوق للمعلومات المحاسبية المفصح عنها من خلال بطء انعكاسها في أسعار الأسهم.

كما قام (Baik et al., 2010) بدراسة هدفت إلى اختبار فيما إذا كان التغير في الكفاءة التشغيلية قادر على التنبؤ بأداء الشركة، هذا وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المستقلة المستخدمة والتي شملت: جميع المؤشرات الأساسية التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) بالإضافة إلى المتغيرات التي استخدمها (Abarbanell and Bushee, 1997) كمقاييس للكفاءة التشغيلية. واستخدمت هذه الدراسة أسلوب تحليل البيانات المغلفة (Data Envelopment Analysis) وأسلوب تحليل الحدود العشوائية (Data Stochastic Frontier Analysis) هذا وقد أثبتت الدراسة أن التغير في الكفاءة التشغيلية يرتبط ايجابياً بالأرباح الحالية والمستقبلية وأن له مضمون معلوماتي إضافي على المضمون المعلوماتي للأرباح، وتؤكد هذه النتائج فهم المحللين العميق للكفاءة التشغيلية. وقدمت الدراسة دليلاً على أن أسلوب تحليل الحدود العشوائي لدية قدرة أكبر على تفسير التغير في عوائد الأسهم من استخدام تحليل النسب المالية البسيط وانعكاس هذه القدرة على أهمية التحليل الأساسي.

وفي دراسة أخرى قام بها (Drake et al., 2011) تم التحقق فيما إذا كان المستثمرين في الأجل القصير والمحللين يختلفون في كيفية استخدامهم للمعلومات المحاسبية المتاحة للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، وتم تنفيذ نموذج كان فيه المتغير التابع هو العائد السوقي غير المتوقع للسهم واختبرت الدراسة المتغيرات المستقلة التالية: الأرباح غير المتوقعة (Earnings Surprise)، وإجمالي التسويات المستحقة، والنفقات الرأسمالية، والقيمة السوقية للأسهم، ومتغير مستوى الأرباح، ونسبة القيمة الدفترية إلى سعر السوق، ومعدل تغطية السهم اليومي، ومعدل نمو المبيعات، ونمو المبيعات طويل الأجل المتوقع، ومخصص الأرباح المتوقعة (Earnings Forecast Revision) والتغير في سعر السهم اللحظي (Price Momentum). وتم استخدام اختبار الانحدار اللوغاريتمي لمعرفة أي هذه المتغيرات يستخدم من قبل المستثمرين والمحللين الأساسين. وقد أثبتت دراستهم

أن المستثمرين في الأجل القصير يبدون اهتمام كبيراً بالإحدى عشر متغير المستخدمة والتي تؤثر على العوائد السوقية المستقبلية للأسهم وفي المقابل يوصي المحللين الماليين ايجابياً باسهم الشركات ذات النمو الأعلى في المبيعات، والأعلى في التسويات المستحقة والتي نسبة قيمتها الدفترية إلى قيمتها السوقية الأقل، بالرغم من أن هذه النسب ترتبط سلبياً بالعوائد المستقبلية. كما أظهرت أن استخدام إستراتيجية الاستثمار قصيرة الأجل تمتلك قدرة على التنبؤ بالمعلومات والتي يمكن استخدامها في المضاربة بالأسهم.

كذلك قام (Chaney et al., 2011) بدراسة هدفت إلى التحقق فيما إذا كانت نوعية الأرباح المحاسبية تختلف تبعاً لوجود سياسات معينة تربط بين الشركات المتفرعة في عدة دول. واختبرت الدراسة العلاقة بين مقياس المستحقات الحالية المعدلة (Adjusted Current Accruals Measure) والمتغيرات المستقلة التالية: الأصول المتداولة، والالتزامات المتداولة، والديون قصيرة وطويلة الأجل، ومعدل العائد على الأصول، كما استخدمت معدل النمو السنوي الحقيقي في مجمل الناتج المحلي GDP، ومعدلات التضخم. وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: أن وجود سياسات تربط بين الشركات المتفرعة في عدة دول يقلل من جودة المعلومات المحاسبية مقارنة بالشركات الأخرى التي لا تربطها مثل هذه السياسات، وأنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي لهذه السياسات أكثر من خصائص الدولة، والقانون، والشركات نفسها. هذا وقد أثبتت الدراسة أن وجود مثل هذه السياسات يساهم في تخفيض كلفة الاقتراض ويخفف من ضعف نوعية المعلومات المحاسبية.

وفي البيئة الأردنية، قام الخلايلة واستنبولي (1997) بدراسة أثر التغير في النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم وتحركاتها، ووجدا أنه يوجد مضمون معلوماتي للتغير في النفقات الرأسمالية وخاصة بالنسبة للشركات الصغيرة الحجم، وأن علاقة هذا المتغير بالعوائد السوقية للأسهم كانت سالبة على عكس المتوقع وهذا يشير إلى قصر نظر المستثمرين في السوق الأردنية.

كذلك قام أبو نصار والدبعي (2002) باختبار المضمون المعلوماتي لعناصر قائمة الدخل الرئيسة، واختبرا فيما إذا كان المضمون المعلوماتي لتلك العناصر يفوق المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، هذا واعتمدت منهجية الدراسة على استخدام ثلاث نماذج انحدار كان المتغير التابع فيها هو العائد السوقي للسهم بينما شمل النموذج الأول استخدام متغير ربحية السهم كمتغير مستقل، واستخدم النموذج الثاني مجموعه من عناصر قائمة الدخل كمتغيرات مستقلة وهي: المبيعات، وتكلفة المبيعات، والمصاريف الإدارية والبيعية، والفوائد المدينة، وضريبة الدخل، بينما شمل النموذج الثاني جميع عناصر قائمة الدخل الرئيسة بالإضافة إلى ربحية السهم، كمتغيرات مستقلة. وأثبتت دراستهما وجود مضمون معلوماتي لعناصر قائمة الدخل الرئيسة وعدم

تفوق المضمون المعلوماتي لتلك العناصر على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، وهذا يؤكد على تركيز المستثمرين في سوق عمان على رقم الربح عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية الخاصة بالشركات الصناعية بالرغم من عدم استبعادهم لعناصر قائمة الدخل الأخرى. وأكدت دراستهما على ضرورة استخدام منهج التحليل الأساسي المستخدم من قبل المحللين الماليين.

كذلك قام نور (2003) بقياس العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم وكذلك اختبر مدى تأثر هذه العلاقة بربحية الشركة، وحجمها، ودرجة مخاطرتها اللانظامية، وشملت الدراسة متغير العائد غير المتوقع للأسهم كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة التالية: توزيعات الأرباح، ومعدل العائد على الاستثمار، وحجم الشركة، ودرجة المخاطر اللانظامية. وقد توصلت الدراسة إلى عدم توفر أدلة كافية على اكتراث المستثمر بالمعلومات المحاسبية عند اتخاذه لقراراته الاستثمارية واهتمامه الأكبر بالأرباح السنوية المنشورة في القوائم المالية فيما يهتم المستثمر العراقي بالظروف السياسية التي تهيمن على الحالة الاقتصادية في العراق. وأخيراً توصل إلى وجود علاقة قويه بين توزيعان الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم وتفضيل المستثمر توزيعات الأرباح على احتجازها.

كما اختبر حمدان، وغرايبة، والدبعي (2005) علاقة الأرباح المحاسبة والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم، وتوصلت الدراسة إلى أن دور الأرباح المحاسبية في سوق رأس المال أكبر من دور التدفقات النقدية التشغيلية وذلك لأنها مبنية على الأساس النقدي.

سعى وطن (2006) إلى التحقيق في وجود محتوى معلوماتي إضافي للتقارير المالية ومدى اعتماد هذا المحتوى على حجم الشركة، كذلك هدف إلى تحديد أي المؤشرات المالية أكثر تأثيراً على العوائد السوقية غير المتوقعة للأسهم وهل يختلف هذا الأثر من بلد إلى آخر، وكان المتغير التابع في دراسته العائد السوقي غير المتوقع للأسهم، وشملت المؤشرات الأساسية التالية: ربحية السهم، ونسبة المديونية، وحصة السهم من التوزيعات، ونسبة النمو في الأرباح المحتجزة، والمخاطر اللانظامية وكثافة رأس المال. وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: المستثمر الأردني يستخدم المؤشرات المالية في اتخاذ قراراته الاستثمارية أكثر من المستخدم العراقي، كما يوجد اختلاف في نطاق استخدام المؤشرات المالية بين المستثمرين في البلدين، كذلك يختلف المستثمرين في كلا البلدين حول أهمية أغلبية هذه المؤشرات بينما يوجد اتفاق بين المستثمرين في كلا البلدين على أهمية مؤشرات ربحية السهم، وحصة السهم من التوزيعات، وكذلك نسبة كثافة رأس المال، وأخيراً يلعب متغير حجم الشركة دوراً مهماً في تحديد أثر المؤشرات المالية على العوائد السوقية غير المتوقعة للأسهم وكذلك في تحسين القدرة التفسيرية للتغير في العوائد السوقية للأسهم.

كما قام سالم والخشارمة (2007) بدراسة هدفت إلى اختبار المضمون المعلوماتي للتدفق النقدي الحر بنوعية: المتاح للمنشأة (وعرف بأنه صافي النقدية الفائضة المتولدة من العمليات التشغيلية والمتاحة للتوزيع على المساهمين ولسداد الديون، وللتوسع الاستثماري بعد كافة المصروفات اللازمة لإدارة المنشأة وتشغيلها) والمتاح للملكية (وعرف بأنه التدفق النقدي من العمليات التشغيلية المتاح للمساهمين بعد دفع كافة النفقات الرأسمالية)، واختبرا ما إذا كان المضمون المعلوماتي للتدفق النقدي الحر بنوعية أكبر من المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية أو صافي التدفقات النقدية التشغيلية، وتم استخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المستقلة التي شملت: التدفق النقدي الحر المتاح للملكية، والتدفق النقدي الحر المتاح للمنشأة، وصافي الدخل بعد الضريبة، وصافي التدفقات النقدية التشغيلية. وأثبتا وجود مضمون معلوماتي للتدفق النقدي الحر بنوعية وكذلك لصافي التدفقات النقدية التشغيلية، وأن المضمون المعلوماتي لصافي التدفقات النقدية التشغيلية يفوق المضمون المعلوماتي للتدفق النقدي الحر بنوعية ومع هذا فإن المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي يفوق المضمون المعلوماتي لجميع المتغيرات السابقة.

وكذلك اختبر الدبعي وجبر (2008) المضمون المعلوماتي لكل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية، وافترضا وجود محتوى معلوماتي هام عندما تكون أشارة التغير في هذين المتغيرين موجبة وعدم وجود مضمون معلوماتي إذا كانت إشارة التغير فيهما سالبة. وخرجت الدراسة بوجود مضمون معلوماتي للأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية التشغيلية عندما تكون إشارة التغير فيهما موجبة وعدم وجود ذلك المضمون إذا كانت إشارة التغير فيهما سالبة، كما أشارت دراستهما إلى وجود مضمون معلوماتي إضافي للأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية التشغيلية الموجبة فقط في ظل وجود المتغير الآخر.

2-2 ملخص الدراسات السابقة

يعرض الجدول رقم (2-1) تلخيصاً لأهم النتائج التي توصلت إليها بعض الدراسات السابقة، وستكون الدراسات متسلسلة في الجدول حسب الترتيب الذي تم إتباعه في بند الدراسات السابقة.

جدول (2-1): ملخص الدراسات السابقة

الباحث وسنة النشر	أهم النتائج
أولاً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم ومتغيرات الربحية	
Ball and Brown 1968	وجود مضمون معلوماتي للأرباح المحاسبية، رغم انخفاض القوة التفسيرية للنماذج التي تم اختبارها.
Beaver 1968	قدمت دليلاً مبدئياً على وجود مضمون معلوماتي للأرقام المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية وأن هذا المضمون يؤثر على أسعار الأسهم خلال فترة الإعلان عن القوائم المالية.
Beaver and Dukes 1972	أن استخدام القيمة الحقيقة (الأساسية) كمقياس للأرباح أفضل من استخدام الأرباح المحاسبية، وأن استخدام متغيرات الربحية كنسب مئوية أفضل من التغير في هذه المتغيرات وأظهرت الحاجة إلى استخدام منهج التحليل الأساسي.
Lev	أن ضعف العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم يعود إلى عيوب في

الباحث وسنة النشر	أهم النتائج
1989	الدراسات التي اختبرت هذه العلاقة.
Easton et al. 1992	تحسن في علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية كلما طالت فترة قياس النافذة.
Kothari and Salon 1992	يوجد مضمون معلوماتي إضافي لأسعار أسهم الشركات علاوة على المضمون المعلوماتي لأرباحها الحالية، وأن الأسعار هي التي تقود الأرباح وليس العكس وأن العوائد السوقية للأسهم تعكس توقعات الأرباح المستقبلية.
Ohlson 1995	أن الأرباح تسلك سلوكاً عشوائياً وأن الأرباح الحالية تكفي لتحديد أسعار الأسهم.
عبد الله 1993	وجد أن ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية، والمؤشر العام لأسعار الأسهم جميعها عوامل تحدد أسعار أسهم الشركات العامة المساهمة السعودية.
غرايبة وجعفر 1988	وجود مضمون معلوماتي للأرقام المحاسبية عموماً وأنها تؤثر على علاقة العوائد السوقية للأسهم، ووجود مضمون معلوماتي لمتغيرات الربحية أكثر من غيرها من النسب المستخدمة.
الدبعي وأبو نصار 1999	وأظهرت نتائج دراستهما أن لكل من متغير«التغير في الأرباح» ومتغير «مستوى الأرباح» قدرة على تفسير التغير في أسعار الأسهم، وأن لمتغير مستوى الأرباح قدرة أكبر على تفسير التغير في عوائد الأسهم، وأن إدخال المتغيرين في نموذج العلاقة يحسن من قدرة النموذج على تفسير التذبذب في عوائد الأسهم ويؤدي إلى انخفاض خطأ القياس.
الدبعي وأبو نصار 2000	يمكن استخدام مقلوب نسبة السعر إلى الربح في تحسين علاقة الأرباح الحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، حيث أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح من حيث كونها عابرة أو دائمة.
الدبعي وأبو نصار 2001	أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية المعلنة في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، إي أن علاقة العوائد بالأرباح غير متزامنة وأن عوائد الفترات المالية السابقة هي بأهمية عوائد الفترة المالية الحالية.
ثانياً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non-Earning Signals) واستخدمت أسلوباً إحصائياً في اختيارها للمؤشرات الأساسية.	
Ou and Penman 1989a; 1989b	قدّمت دليلاً على أن القوائم المالية تعكس معلومات أساسية لا تعكسها أسعار الأسهم.
Ou 1990	الأرقام غير المحاسبية لها مضمون معلوماتي إضافي فيما يتعلق بسلوك الأرباح المحاسبية في الفترة المالية اللاحقة.
Holthausen and Larker 1992	قدرة النموذج الذي يستخدم معلومات محاسبية غير ربحية على تحقيق عوائد تزيد عن تلك العوائد التي قد يحققها النموذج الذي يعتمد على توقع الأرباح فقط.

الباحث وسنة النشر	أهم النتائج
Greig 1992	أثبت أن مقياس (Ou and Penman, 1989a) ما هو إلا ممثل (Proxy) للفروقات في العوائد المتوقعة ما بين الصناعات أكثر مما هو تباطؤ منتظم في ردة فعل السوق على الإعلان عن المعلومات المحاسبية.
Stober 1992	أن توقعات المحللين الماليين أقدر، بدرجة هامشية، على توقع إشارة التغير في الأرباح للسنة القادمة، من قدرة المقياس التلخيصي الذي استنبطه (Ou and Penman, 1989a).
ثالثاً: دراسات تناولت علاقة العوائد السوقية للأسهم والمتغيرات المالية غير الربحية (Non – Earning Signals) واستخدمت طريقة عمل المحللين الماليين في اختيارها للمؤشرات الأساسية.	
Arnold and Moizer 1984	أثبتا أن 92% من المحللين الماليين يستخدمون منهج التحليل الأساسي، وأن المحللين يعطون أهمية خاصة لبيانات الميزانية، وأيضاً يأخذ المحللون بعين الاعتبار المعلومات المتعلقة بالاقتصاد بشكل عام.
Lipe 1986	عناصر مجمل الربح لها قدرة أكبر على تفسير التغير في العوائد المستقبلية للأسهم من صافي الربح.
Lev and Thiagarajan 1993	أن معظم المؤشرات المستخدمة لها مضمون من المعلومات يتجاوز المضمون المعلوماتي لرقم الربح، وأن ذلك المضمون المعلوماتي مرتبط بالأوضاع الاقتصادية السائدة، الأمر الذي يشير إلى أهمية التحليل القريني (Contextual Analysis) في التحليل الأساسي.
Shroff 1995	ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية بسبب وجود مصادر أخرى للمعلومات عن الأرباح المستقبلية، وأن مقاييس الأداء التشغيلي قادرة على تفسير التغير في الأرباح المستقبلية.
Amir and Lev 1996	أنه بالرغم من كون الأرباح المحاسبية تساهم في تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم إلا أن الجمع بين استخدام المعلومات غير المالية والمتغيرات الربحية يساهم في تفسير أفضل للتغير في أسعار الأسهم.
Abarbanell and Bushee 1997	وجود مضمون معلوماتي إضافي للمؤشرات الأساسية، وأن المحللين الماليين والمستثمرين يستخدمون بعض المؤشرات الأساسية إلا أنهم لا يستغلون جميع المعلومات المتاحة لهم من خلال تلك المؤشرات.
Abarbanell and Bushee 1998	إمكانية تحقيق عوائد غير متوقعه موجبة من خلال استخدام منهج التحليل الأساسي.
Conroy et al. 1998	دليلاً على وجود علاقة بين المعلومات الأساسية وأسعار الأسهم في اليابان، وأن تنبؤات المدراء بالأرباح المستقبلية كان لها أثر أكبر من إعلانات الأرباح الحالية.
Whisenant 1998	قدمت دليلاً على أن المستثمرين يستخدمون الإفصاحات الملحقة بالقوائم المالية وخاصة المتعلقة بالأصول والالتزامات لتعديل تلك المقاييس التلخيصية، وأبرزت

الباحث وسنة النشر	أهم النتائج
	الحاجة لفهم التعديلات الواجب على المستثمرين إجرائها لتصحيح الانتقادات التي تواجهها الأرقام المحاسبية
Al – Debi'e And Walker 1999	أكدت دراستهما نتائج دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993)، كما أكدت أن أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار يزيد من قوة نموذج علاقة العوائد السوقية للأسهم بالمؤشرات الأساسية.
Fairfield and Whisenant 2000	قدمت دليلاً على قدرة التحليل الأساسي على التنبؤ بمؤشرات تراجع أداء الشركة، وأنه بالرغم من أن هذه المؤشرات متاحة للعامة إلا أنها لم تنعكس في أسعار الأسهم.
Jeffrey and Arthur 2000	أكدا على وجود مضمون معلوماتي إضافي للمؤشرات الأساسية علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية، وأن التمييز بين الأرباح المستمرة والمؤقتة يحسن قدرة المؤشرات الأساسية على التنبؤ بالعوائد السوقية للأسهم.
Piotroski 2000	أثبت أن التحليل الأساسي لعناصر القوائم المالية يقدم معلومات ملائمة حول أثر انخفاض قيمة التوقعات السوقية للتغيرات المستقبلية على التدفقات النقدية المستقبلية.
Swanson and Felipe 2003	بينما يؤدي كل من نموذج التحليل الفني والتحليل الأساسي دوراً جيداً في تفسير التغير في أسعار الأسهم إلا أن الموازنة بين النموذجين هو الأسلوب الأمثل لتقييم الأسهم ولتنمية الاستثمار.
Guthrie 2006	تفتقر النماذج المالية الإحصائية إلى المرونة في مشاريع الاستثمار النموذجية ويجب أخذ البدائل الحقيقية بعين الاعتبار.
Wilkowska 2006	أكد على قدرة المؤشرات الأساسية على التنبؤ بالعوائد السوقية المستقبلية للأسهم وخاصة في الأجل الطويل، وأن قدرة هذه المؤشرات تعتمد على الظروف الصناعية والحالة الاقتصادية المحيطة بالشركات.
Zhang and Yang 2009	أكد على قدرة المؤشرات الأساسية على التنبؤ بالأرباح المستقبلية وأن القوة التفسيرية لهذه المؤشرات تتأثر بالحالة الاقتصادية السائدة.
Elleuch and Trabelsi 2009	قدما دليلاً على إمكانية استخدام المؤشرات المحاسبية التاريخية في التنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم، وأن استخدام إستراتيجية التحليل الأساسي يمكن أن تحسن العوائد المكتسبة من قبل المستثمرين من خلال التمييز بين الأسهم الرابحة والخاسرة.
Baik et al. 2010	التغير في الكفاءة التشغيلية يرتبط ايجابياً بالأرباح الحالية والمستقبلية وأن له مضمون معلوماتي إضافي على المضمون المعلوماتي للأرباح، وأكدت على فهم المحللين العميق للكفاءة التشغيلية.
Drake et al.	استخدام إستراتيجية الاستثمار قصيرة الأجل تمتلك قدرة على التنبؤ بالمعلومات والتي

الباحث وسنة النشر	أهم النتائج
2011	يمكن استخدامها في المضاربة بالأسهم.
Chaney et al. 2011	وجود سياسات تربط بين الشركات المتفرعة في عدة دول يقلل من جودة المعلومات المحاسبية كما يساهم في تخفيض كلفة الاقتراض.
الخلايلة واستنبولي 1997	وجود مضمون معلوماتي للتغير في النفقات الرأسمالية وخاصة بالنسبة للشركات الصغيرة الحجم.
أبو نصار والدبعي 2002	لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي لعناصر رقم الدخل علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، بينما يوجد مضمون معلومات إضافي لرقم الربح عن ذلك لعناصر قائمة الدخل.
نور 2003	لا تتوفر أدلة كافية على اكتراث المستثمر في السوق الأردنية بالمعلومات المحاسبية عند اتخاذه لقراراته الاستثمارية واهتمامه الأكبر بالأرباح السنوية، ويهتم المستثمر العراقي بالظروف السياسية التي تهيمن على الحالة الاقتصادية في العراق.
حمدان وآخرون 2005	للأرباح المحاسبية دور أكبر في سوق رأس المال من دور التدفقات النقدية التشغيلية وذلك لأنها مبنية على الأساس النقدي.
وطن 2006	وجود مضمون معلوماتي إضافي لبعض عناصر القوائم المالية المستخدمة، و يلعب متغير حجم الشركة دوراً مهماً في تحديد أثر المؤشرات المالية على العوائد السوقية غير المتوقعة للأسهم.
سالم والخشارمة 2007	وجود مضمون معلوماتي للتدفق النقدي الحر بنوعية وكذلك لصافي التدفقات النقدية التشغيلية، ووجود مضمون معلوماتي إضافي لرقم الربح المحاسبي عن ذلك لمتغيرات التدفق النقدي.
الدبعي وجبر 2008	وجود مضمون معلوماتي للأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية التشغيلية عندما تكون إشارة التغير فيهما موجبة وعدم وجود ذلك المضمون إذا كانت إشارة التغير فيهما سالبة، كما أشارت دراستهما إلى وجود مضمون معلوماتي إضافي للأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية التشغيلية الموجبة فقط في ظل وجود المتغير الآخر.

3-2 ما يميز هذه الدراسة

تعد هذه الدراسة امتداد لجهود الباحثين في مجال التحليل الأساسي إلا أنها تتميز بأنها الدراسة الأولى في الأردن والتي تجرى لاختبار المضمون المعلوماتي لعدد من المؤشرات الأساسية التي أقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993) في دراستهما، وإلى اختبار فيما إذا كان لتلك المؤشرات الأساسية مضموناً معلوماتياً، والى اختبار فيما إذا كان لتلك المؤشرات الأساسية

مضمون معلوماتي إضافي علاوة على ذلك المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي في السوق الأردنية، وكونها تختبر الطبيعة القرينية (Contextual) لتلك المؤشرات من خلال الأخذ بالاعتبار الحالة الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة والتي امتدت لتغطي 16 عاماً شملت أحداث اقتصادية وسياسية مختلفة أثرت على الاقتصاد الأردني.

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

مقدمة

3-1 مجتمع الدراسة وعينتها

3-2 نبذه عن مجتمع الدراسة

3-3 مصادر الحصول على البيانات

3-4 متغيرات الدراسة

3-5 الأساليب الإحصائية المستخدمة

3-6 فرضيات الدراسة

3-7 نماذج الدراسة

مقدمة

يتضمن هذا الفصل مجتمع الدراسة وعينتها، ومصادر الحصول على بيانات الدراسة، ومتغيرات الدراسة وكيفية احتسابها، وفرضيات الدراسة، والأساليب الإحصائية التي ستستخدم في التحليل، وأخيراً النماذج المستخدمة في الدراسة.

3-1 مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان والتي بلغ عددها في عام 2011 (98) شركة. ولقد تم استبعاد الشركات الخدمية لعدم إمكانية احتساب أحد متغيرات الدراسة؛ وهو مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، كما تم استبعاد الشركات المالية لطبيعتها الخاصة. ولقد تم إدخال الشركات الصناعية التي حققت الشروط التالية في عينة الدراسة:

1. توفر البيانات المحاسبية وأسعار الإغلاق الشهرية للأسهم لمدة سنتين متتاليتين على الأقل وذلك لإغراض احتساب متغيرات الدراسة.
2. عدم إيقاف تداول سهم الشركة في سوق عمان المالي لفترة تزيد عن ثلاثة أشهر في السنة الواحدة.

وقد أدى تطبيق الشرط الأول إلى استبعاد أربع شركات كما أدى تطبيق الشرط الثاني إلى استبعاد ثماني شركات. وعليه فإن عدد شركات عينة الدراسة أصبح (86) شركة ويمثل ما نسبته 87.8% من عدد شركات مجتمع الدراسة وكما هو ظاهر في الجدول رقم (3-1):

الجدول رقم (3-1): عدد ونسبة شركات عينة الدراسة والشركات المستبعدة مقارنة مع مجتمع الدراسة

البيان	العدد	النسبة
عدد الشركات المدرجة	98	%100
عدد الشركات المستبعدة لعدم توفر البيانات (الشرط الأول)	4	% 4.1
عدد الشركات المستبعدة بسبب إيقاف تداول أسهمها (الشرط الثاني)	8	% 8.2
عدد شركات عينة الدراسة	86	% 87.8

3-2 نبذه عن مجتمع الدراسة

يعتبر قطاع الصناعة من أهم القطاعات في السوق الأردنية، إذ يساهم بحوالي ربع الناتج المحلي الإجمالي بشكل مباشر وبما نسبته (22.2%) من إجمالي النمو في إجمالي الناتج المحلي للاقتصاد الأردني كما هو مقدر في نهاية عام 2010، هذا بالإضافة إلى ارتباطه بالعديد من القطاعات الاقتصادية الأخرى، كما كانت القيمة المضافة للقطاع الصناعي لعام 2010 (2045.9) مليون دينار، كما أنه يستوعب ما نسبته (11%) من إجمالي القوى العاملة الأردنية، ويساهم في

تغطية جزء من عجز الميزان التجاري عن طريق صادراته التي قدرت بما نسبته (89.8%) من إجمالي الصادرات الكلية لعام 2010، هذا وقد بلغت نسبة عدد الشركات الصناعية المسجلة في بورصة عمان ما نسبته (39.5%) من إجمالي الشركات. وفيما يتعلق بحجم الاستثمارات المستفيدة من قانون تشجيع الاستثمار احتل القطاع الصناعي المرتبة الثانية بحجم استثمار بلغ (600) مليون دينار وبنسبة بلغت (36%) من مجموع الاستثمار الكلي. هذا وقد بلغ حجم التداول في قطاع الصناعة (771) مليون دينار تقريباً إي ما يقارب 11.52% من إجمالي التداول العام، بينما بلغت القيمة السوقية لقطاع الصناعة (6.381) مليار دينار إي ما يقارب (29.19%) من إجمالي القيمة السوقية لكافة القطاعات كما أظهرت تقارير الإحصاءات العامة لعام 2010، واحتل قطاع الصناعة المرتبة الأولى من حيث ربحية السهم حيث بلغت 0.247[1] دينار للسهم الواحد.

3-3 مصادر الحصول على البيانات

لغايات تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، تم جمع البيانات اللازمة للدراسة خلال الأعوام (1995-2010) من المصادر التالية:

1. تم جمع البيانات الأولية المتعلقة باحتساب متغيرات الدراسة من دليل الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للأعوام (1995 -2010)، وفي حال عدم توفر تلك البيانات في دليل الشركات، تم الرجوع إلى التقارير السنوية الصادرة عن الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.
2. تم الحصول على أسعار الإغلاق الشهرية من نشرات بورصة عمان خلال الأعوام (1995 -2010).
3. تم الحصول على مجمل الناتج المحلي (GDP (Gross Domestic Product من التقارير الاقتصادية الصادرة عن البنك المركزي الأردني والتقارير الإحصائية الصناعية الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة للأعوام (1995-2010).

4-3 متغيرات الدراسة

المتغيرات المستقلة

وتنقسم إلى مجموعتين الأولى تمثل المؤشرات الأساسية والثانية تمثل ربحية الشركة.

1 أنظر تقرير المحفظة الوطنية للأوراق المالية للشركات المساهمة العامة عام (2010)، وتقرير الإحصاءات الصناعية لعام 2010.

المجموعة الأولى: المؤشرات الأساسية

تستخدم الدراسة الحالية خمسة مؤشرات أساسية من الاثنى عشر مؤشراً أساسياً التي اقترحها (Lev and Thiagarajan, 1993). فالدراسة الحالية لم تستخدم مؤشر مصاريف البحث والتطوير لمحدودية البيانات المتاحة في التقارير المالية لشركات عينة الدراسة حول تلك المصاريف، وكذلك لم تستخدم الدراسة مؤشر طريقة تسعير المخزون لأن جميع شركات عينة الدراسة تستخدم طريقة الوارد أولاً صادر أولاً إلا في بعض الأحيان طريقة المتوسط المرجح، وحيث أن قياس هذا المؤشر يقوم على ما إذا كانت طريقة تسعير المخزون هي طريقة الوارد أخيرا صادر أولا أم طريقة أخرى، فإن الغالبية العظمى للشركات ستأخذ نفس القيمة، الأمر غير المقبول لإغراض إحصائية. أيضاً تم استبعاد مؤشر رأي المدقق لأن غالبية الشركات ستأخذ نفس القيمة لأن رأي المدقق غير متحفظ. وذلك غير مقبول لأغراض إحصائية، أيضاً تم استبعاد كل من مؤشر مخصص الديون المشكوك فيها ومؤشر القوى العاملة لذات التبرير المرتبط بمؤشر مصاريف البحث والتطوير. كما تم استبعاد مؤشر أوامر الشراء لعدم توفر البيانات. وأخيراً تم استبعاد مؤشر ضريبة الدخل لعدم إمكانية احتسابه بدقة.

يوضح الجدول رقم (3-2) ملخصاً لتعريف ولطريقة قياس كل من المؤشرات الأساسية الخمسة المستخدمة في هذه الدراسة. والتالي عرض لتلك المؤشرات الأساسية:

جدول (3-2): تعريف وقياس المؤشرات الأساسية التي اختبرها (Lev and Thiagarajan, 1993) ويعاد اختبارها في هذه الدراسة[1].

المؤشر الأساسي[2]	كيفية القياس[3]
1. مخزون البضاعة الجاهزة	Δ % في مخزون البضاعة الجاهزة - Δ % في المبيعات
2. الذمم المدينة التجارية	Δ % في الذمم المدينة التجارية - Δ % في المبيعات
3. النفقات الرأسمالية	Δ % في النفقات الرأسمالية للصناعة - Δ % في النفقات الرأسمالية للشركة
4. مجمل الربح	Δ % في المبيعات - Δ % في مجمل الربح
5. المصاريف الإدارية والبيعية	Δ % في المصاريف الإدارية والبيعية - Δ % في المبيعات

1. يعرض الجدول تعريفات وطرق قياس المؤشرات الأساسية المستخدمة في التحليل في هذه الدراسة. يعتمد قياس كل مؤشر على البيانات السنوية المعروضة في القوائم المالية المنشورة لكل شركة من شركات عينة الدراسة خلال الفترة الزمنية 1995-2010. وتشير «Δ %» إلى التغير النسبي السنوي في البند المعني.
2. في حالة عدم التمكن من الحصول على مخزون البضاعة الجاهزة تم التعامل مع إجمالي المخزون. وتم التعامل مع إجمالي الذمم المدينة التجارية في احتساب المؤشر الثاني. أما النفقات الرأسمالية، فاحتسبت للشركة من خلال أخذ الفرق الأول في أجمالي تكلفة الأصول الثابتة، واحتسبت للصناعة من خلال أخذ الفرق الأول لإجمالي تكلفة الأصول الثابتة لجميع شركات عينة الدراسة.
3. احتسب التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة، والمبيعات، والذمم المدينة التجارية، والنفقات الرأسمالية للشركة والصناعة، ومجمل الربح، والمصاريف الإدارية والبيعية، بنفس الأسلوب، والتالي المعادلة التي استخدمت في احتساب التغير النسبي عند تطبيقها على مخزون البضاعة الجاهزة: (مخزون بضاعة جاهزة للسنة المعنية - مخزون بضاعة جاهزة للسنة السابقة للسنة المعنية) / مخزون بضاعة جاهزة للسنة السابقة للسنة المعنية.

1. مؤشر المخزون السلعي: يسعى هذا المؤشر إلى قياس التغير غير العادي في مخزون البضاعة الجاهزة، وذلك من خلال مقارنة التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة بالتغير النسبي في المبيعات، فإذا كان التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة أكبر من ذلك للمبيعات، فان ذلك قد يكون مؤشراً سلبياً حول الأرباح المستقبلية كونه يعكس وجود مخزون تالف، أو مشاكل في تسويق المخزون، أيضاً قد يشير تراكم المخزون إلى زيادة أرباح الفترة الحالية على حساب أرباح الفترات القادمة، وذلك لتحمّل المخزون للتكاليف غير المباشرة، وبالمقابل فإن النقص في المخزون يعني عادة زيادة المبيعات عن تلك المتوقعة، وبالتالي قد يكون مؤشراً إيجابيا حول أرباح السنة الحالية وأرباح السنوات القادمة. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

التغير النسبي في البضاعة الجاهزة – التغير النسبي في المبيعات

أما التغير النسبي في البضاعة الجاهزة (وكذلك بالنسبة للمبيعات) فلقد تم احتسابه من خلال طرح مبلغ السنة السابقة من مبلغ السنة الحالية ومن ثم القسمة على مبلغ السنة السابقة، وبما أن القيمة الموجبة لهذا المؤشر يمثل مؤشراً سلبياً، فمن المتوقع أن يكون ارتباط هذا المؤشر سلبياً بالعوائد السوقية للأسهم.

2. مؤشر الذمم المدينة التجارية: يسعى هذا المؤشر إلى قياس التغير غير العادي في إجمالي الذمم المدينة التجارية، وذلك من خلال مقارنة التغير النسبي في إجمالي الذمم المدينة بالتغير النسبي في المبيعات. فإذا كان التغير النسبي في الذمم المدينة أكبر من ذلك للمبيعات، فإن ذلك قد يكون مؤشراً سلبياً حول الأرباح المستقبلية، كونه يعكس صعوبة في بيع منتج الشركة، والذي قد يؤدي إلى التساهل في شروط البيع الآجل، وزيادة مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها، مما قد يؤدي إلى انخفاض الأرباح المستقبلية. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

التغير النسبي في إجمالي الذمم المدينة التجارية- التغير النسبي في المبيعات

أما التغير النسبي في إجمالي الذمم المدينة التجارية (وكذلك للمبيعات) فلقد تم احتسابه بالطريقة ذاتها المطبقة على المخزون السلعي. ويتوقع أن يكون ارتباط هذا المؤشر بالعوائد السوقية للأسهم سلبياً.

3. مؤشر النفقات الرأسمالية: نظراً لغياب تبرير نظري واضح لاستخدامه كأساس لمقارنة التغير النسبي في النفقات الرأسمالية واسترشاداً بالأبحاث السابقة (Lev and Thiagarajan, 1993; Grabowski, 1978; Lev and Sougiannis, 1996) فلقد تم استخدام النفقات الرأسمالية المجمعة لجميع شركات عينة الدراسة كأساس للمقارنة، حيث تم قياس هذا المؤشر من خلال مقارنة التغير النسبي في النفقات الرأسمالية للصناعة (أي جميع شركات عينة الدراسة) مع التغير النسبي في النفقات الرأسمالية للشركة، وتجدر الإشارة إلى أنه تعذر تصنيف شركات عينة الدراسة، والتي تنتمي جميعها إلى قطاع الصناعة، طبقاً لتصنيف أكثر دقة لقلة عدد الشركات العاملة ضمن كل تصنيف. إن تحفظ الشركة في إنفاقها الرأسمالي يعتبر مؤشراً سلبيا، حيث يعكس عدم ثقة الإدارة على قدرتها على المحافظة على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية اللازمة للمحافظة على نفس مستوى الاستثمار، أيضا قد يكون مؤشراً على محاولة الإدارة تضخيم أرباح الفترة الحالية. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

التغير النسبي في النفقات الرأسمالية للصناعة – التغير النسبي في النفقات الرأسمالية للشركة

4. مؤشر مجمل الربح: يسعى هذا المؤشر إلى قياس التغير غير العادي في مجمل الربح، وذلك من خلال مقارنة التغير النسبي في مجمل الربح بالتغير النسبي في المبيعات. فإذا كان التغير النسبي في المبيعات أكبر من ذلك لمجمل الربح، فأن ذلك قد يكون مؤشراً سلبياً حول الأرباح المستقبلية. فمجمل الربح يتأثر بحدة المنافسة وأيضا بالرفع التشغيلي (علاقة

التكاليف الثابتة بالتكاليف المتغيرة)، وعليه فأن التغير في هذه العوامل يؤثر على أداء الشركة في الأجل الطويل وعلى ديمومة أرباحها وقيمتها. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

التغير النسبي في المبيعات – التغير النسبي في مجمل الربح

واحتسب التغير النسبي بالطريقة ذاتها المستخدمة مع المؤشرات السابقة. ويتوقع أن يكون ارتباط هذا المؤشر مع العوائد السوقية للأسهم سلبياً.

5. مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية: يسعى هذا المؤشر إلى قياس التغير غير العادي في المصاريف الإدارية والبيعية، وذلك من خلال مقارنة التغير النسبي في المصاريف الإدارية والبيعية بالتغير النسبي في المبيعات. فإذا كان التغير النسبي في المصاريف الإدارية والبيعية أكبر من ذلك للمبيعات. فإن ذلك قد يكون مؤشراً سلبياً على الأرباح المستقبلية، فمعظم المصاريف الإدارية تقريباً ثابتة، بالتالي فإن زيادتها قد يكون مؤشراً على فقدان الإدارة لرقابتها على تلك المصاريف. ومن جانب آخر، فان الزيادة في المصاريف البيعية قد يكون مؤشراً على جهود غير عادية لخلق المبيعات. وفي كلتا الحالتين فأن ذلك سيؤثر سلباً على الأرباح الحالية والمستقبلية. ولقد تم احتساب هذا المؤشر سنوياً لكل شركة من شركات عينة الدراسة كالتالي:

التغير النسبي في مجموع المصاريف الإدارية والبيعية – التغير النسبي في المبيعات

واحتسب التغير النسبي للمصاريف بذات الطريقة المستخدمة مع المؤشرات السابقة ويتوقع أن يكون ارتباط هذا المؤشر مع العوائد السوقية للأسهم سلبياً.

المجموعة الثانية: متغيرات الربحية

1. متغير التغير في الأرباح، وتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة التغير في الأرباح (EPS_{it}- EPS_{it-1}) على سعر السهم في بداية نافذة القياس P_{it-1} وقد تم استخدام سعر الافتتاح لسهم الشركة في بداية شهر نيسان من كل عام.

2. متغير مستوى الأرباح، تم قياس هذا المتغير من خلال قسمة ربحية السهم EPS_{it} على سعر السهم في بداية نافذة القياس P_{it-1}.

ويعود استخدام متغيرات الربحية إلى نتائج دراسة كل من الدبعي وأبو نصار (1999) على السوق الأردنية ودراسة (Easton and Harris, 1991) على السوق الأمريكية والتي أثبتت أن

إدخـال كـلا المتغيـرين يحسـن مـن مواصـفة العلاقـة وقـدرة الأربـاح علـى تفسـير التغيـرات فـي أسعار الأسهم.

المتغير التابع

سيتم قياس العائد السوقي للسهم من خلال العائد السوقي الشـهري للسـهم والمجمع لمـدة اثنـي عشر شهراً. ويمكن حساب العائد الشهري للسهم بالمعادلة التالية:

$$r_{i\tau} = \frac{(P_{i\tau} - P_{i\tau-1})}{P_{i\tau-1}} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (1)$$

حيث أن:

$r_{i\tau}$: العائد السوقي لسهم الشركة خلال الشهر τ ، (τ =1... 12)،

$P_{i\tau}$: تشير إلى سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في نهاية الشهر τ ،

$P_{i\tau-1}$: تشير إلى سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في نهاية الشهر τ-1.

وسيتم استخدام مضروب العوائد الشـهرية للوصـول إلـى العائد الشـهري المجمـع لكل سنـة، وبالتالي فإن المتغير التابع في هذه الدراسة الذي يمثل العائد السوقي السنوي للسـهم سيتم احتسـابه كالتالي:

$$R_{it} = \prod_{\tau=1}^{12} (1 + r_{i\tau}) - 1$$

حيث أن:

Π: تشير إلى مضروب،

R_{it} : العائد السنوي المجمع شهرياً للشركة i خلال نافذة القياس t.

وتسـتند الباحثـة فـي استـخدام نافذة بطـول اثنـى عشـر شـهراً علـى مقتـرح (Collins and Kothari, 1989) الذي يصف نافذة بطول اثني عشر شـهراً بأنـها نافذة ملائمـة لدراسـة العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية. أما استخدام الباحثة لأسعار الافتتـاح للشـهر الرابـع من السنة المالية للشركة وأسعار الإغلاق للشهر الثالث من السنة التالية لقياس العوائد السوقية الشـهرية والمجمّعة للسنة المالية، فهي محاولة من الباحثة لتضمين تاريخ إصدار التقارير المالية للشـركة في النافذة التـي تقيس العوائـد السوقية، ذلك لأن التقارير الماليـة غالبـاً مـا تصـدر بعد ثلاثـة أشـهر مـن تاريخ انتهاء السنة المالية في 12/31 (غرايبة وهريش، 1989)، (قانون الشـركات الأردنـي، المـادة 75/أ).

كما يلاحظ من المعادلة (1) أن الباحثة قد استخدمت عائد السهم المتوقع في قياس العوائد السوقية الشهرية والمجمعة لأثني عشر شهراً وذلك بدلاً من عائد السهم غير المتوقع معتمدة في ذلك على نتائج دراسة (Collins and Kothari, 1989) التي أثبتت أن تذبذب أسعار الأسهم المتوقعة بين الشركات أو عبر الزمن صغيرة مقارنة بالتغيرات في عوائد الأسهم، وبالتالي فأن استخدام العوائد المتوقعة ستعطي نتائج مقاربة جداً لتلك إذا ما تم استخدام العوائد غير المتوقعة، كما اعتمدت الباحثة في استخدام عائد السهم المتوقع على دراسة (Beaver and Lambert, 1989) التي بينت أن استخدام العوائد غير المتوقعة ليس أفضل وربما يكون أسوأ من استخدام العوائد المتوقعة في علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح.

المتغيرات القرينية

سيتم استخدام معدل النمو السنوي في مجمل الناتج المحلي الحقيقيGDP، كمتغير قريني بهدف التحقق من مدى أثر الحالة الاقتصادية السائدة على المضمون المعلوماتي الإضافي للمؤشرات الأساسية التي تتضمنها هذه الدراسة، ويتم قياس معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي GDP بالتغير النسبي باستخدام المعادلة التالية:

(الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة في الفترة الحالية – الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة في الفترة السابقة) / الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الثابتة في الفترة السابقة

5-3 الأساليب الإحصائية المستخدمة

لقد استخدمت الباحثة أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة وحيث أن معظم دراسات علاقة العوائد بالأرباح تفترض أن هذه العلاقة خطية (Linear)، فإن الأسلوب الأكثر استخداماً هو نموذج انحدار المربعات الصغرى (Least – Squares Regression) وقد تم الاعتماد على معاملات الميل (Slope Coefficient) في النماذج المستخدمة للتعرف على المضمون المعلوماتي للمتغيرات المستقلة قيد الدراسة وتحديد وجود علاقة موجبة أو سالبة بين المتغيرات المستخدمة، كما تم الاعتماد على قيم معامل التحديد المعدله ($Adjusted\text{-}R^2$) لبيان القوة التفسيرية للنماذج. وكذلك استخدمت الباحثة الاختبارات المناسبة والتي شملت؛ الإحصاءات الوصفية، وتحليل الارتباط للتعرف على خصائص متغيرات الدراسة.

6-3 فرضيات الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفرضيات التالية:

- الفرضية العدمية الأولى: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد السوقي للسهم وربحية السهم.
- الفرضية العدمية الثانية: لا يوجد لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم.
- الفرضية العدمية الثالثة: لا يوجد للمؤشرات الأساسية مجتمعة مضمون معلوماتي إضافي علاوة على ربحية السهم.
- الفرضية العدمية الرابعة: لا يتأثر المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية بالحالة الاقتصادية السائدة.

7-3 نماذج الدراسة

- **النموذج الأول: يهدف هذا النموذج إلى اختبار قدرة متغير مستوى الأرباح في تفسير العائد السوقي للسهم.**

ويستخدم هذا النموذج ربحية السهم مقسومة على السعر السوقي للسهم في بداية نافذة القياس (وليس التغير في الأرباح) لتمثيل الأرباح غير المتوقعة. ويمكن الاستناد في ربط عوائد الأسهم بمستوى الأرباح إلى مقترحات (Ohlson, 1995) بأن قيمة المنشأة تعتمد على القيمة الدفترية للمنشأة وعلى أرباحها ويمكن التعبير عن هذا النموذج كالتالي:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \; EPS_{it}/P_{it-1} + e_{1it}$$

حيث أن:

α_0, α_1: معاملات نموذج الانحدار،

e_{1it}: خطأ نموذج الانحدار.

- **النموذج الثاني: يهدف هذا النموذج إلى اختبار قدرة متغير التغير في الأرباح في تفسير العائد السوقي للسهم.**

وتم الاستناد في هذا النموذج على افتراض (Brown, 1994) بأنه إذا كان تسعير السهم يستند إلى نموذج السعر إلى الربح (P/E ratio)، فأنه يمكن وصف العلاقة بين العوائد والأرباح على أنها علاقة بين التغير في سعر السهم السوقي والتغير في حصة السهم من الأرباح مقسوماً على السعر في بداية نافذة القياس ويمكن التعبير عن هذا النموذج كالتالي:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \; \Delta \; EPS_{it}/P_{it-1} + e_{2it}$$

حيث أن:

Δ تشير إلى الفرق الأول،

β_0, β_1: معاملات نموذج الانحدار،

e_{2it}: خطأ نموذج الانحدار.

- **النموذج الثالث: يهدف هذا النموذج لاختبار ما إذا كان استخدام أكثر من ممثل للأرباح أفضل من استخدام أي منهما منفرداً، وكذلك مقارنة القوة التفسيرية لهذا النموذج مع النموذج الذي استخدم متغير التغير في الأرباح أو النموذج الذي استخدم متغير مستوى الأرباح.**

ويعود استخدام النموذج الذي يستخدم متغيرات الربحية إلى دراسة كل من (Easton and Harris, 1991) على السوق الأمريكية، ودراسة الدبعي وابونصار (1999) على السوق الأردنية والتي أثبتت أن إدخال كلا المتغيرين يحسن من مواصفة العلاقة وقدرة الأرباح على تفسير التغيرات في أسعار الأسهم، علاوة على اقتراح (Brown et al., 1987) بأن استخدام أكثر من ممثل للأرباح غير المتوقعة قد يؤدي إلى تخفيض التحيز الناتج عن الأخطاء في قياس الأرباح غير المتوقعة ويمكن التعبير عن هذا النموذج كالتالي:

$$R_{it} = \lambda_o+\lambda_1 \Delta EPS_{it} /P_{it-1}+ \lambda_2 EPS_{it} /P_{it-1}+e_{3it}$$

حيث أن:

$\lambda_0, \lambda_1, \lambda_2$: معاملات نموذج الانحدار،

e_{3it}: خطأ نموذج الانحدار.

- **النموذج الرابع: يهدف هذا النموذج إلى اختبار المضمون المعلوماتي الإضافي للمؤشرات الأساسية علاوة على المضمون المعلوماتي للأرباح، وكذلك مقارنة القوة التفسيرية لهذا النموذج مع النماذج التي استخدمت متغيرات ربحية فقط.**

ويستند هذا النموذج إلى دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) حيث قدما نموذجاً استخدم عدة مؤشرات أساسية تم اختيارها بالاعتماد على طريقة عمل المحللين الماليين والتي أثبتت أن القوة التفسيرية لهذا النموذج أكبر منها للنماذج التي استخدمت متغيرات ربحية فقط ويمكن التعبير عن هذا النموذج كالتالي:

$$R_{it} = \phi_0 + \phi_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \phi_2 EPS_{it} / P_{it-1} + \sum_{s=1}^{5} \phi_{3s} S_{sit} + e_{4it}$$

حيث أن:

S_{sit}: المؤشرات الأساسية وتشمل مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it}، مؤشر الذمم المدينة التجارية S_{2it}، مؤشر النفقات الرأسمالية S_{3it}، مؤشر مجمل الربح S_{4it}، ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية S_{5it} على التوالي.

$\phi_1, \phi_2, \phi_{3s}, \phi_0$: معاملات نموذج الانحدار،

e_{4it}: خطأ نموذج الانحدار.

التحليل القريني

ستقوم الباحثة بتقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات طبقاً لمعدل النمو السنوي في مجمل الناتج المحلي الحقيقي، ومن ثم سيتم تنفيذ النموذج الرابع لكل مجموعة من المجموعات الثلاثة والتي تمثل معدلات النمو المنخفضة والمعتدلة والمرتفعة وذلك للتعرف على أثر الوضع الاقتصادي على المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية في كل حاله من تلك الحالات.

الفصل الرابع

النتائج والتوصيات

الفصل الرابع

النتائج والتوصيات

مقدمة

4-1 التحليل الإحصائي

4-2 نتائج اختبار ارتباط بيرسون

4-3 اختبار تداخل المتغيرات المستقلة

4-4 نتائج اختبار الفرضيات

4-5 ملخص النتائج

4-6 التوصيات

مقدمة

سيتم في هذا الفصل عرض المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسة، كما يعرض مصفوفة ارتباط بيرسون بين تلك المتغيرات، ومن ثم يعرض الفصل أهم النتائج التي توصلت إليها الباحثة وتوصياتها.

1-4 التحليل الإحصائي

يعرض الجدول رقم (4-1) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، ولقد بلغ عدد المشاهدات قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة 485 مشاهدة، بينما بلغ عدد المشاهدات بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة 379 مشاهدة، وللتخلص من المشاهدات المتطرفة التي تؤثر على نتائج اختبار الفرضيات تم استبعاد ما هو أقل من النسبة المئوية 1 (Percentile 1)، وما هو أعلى من النسبة المئوية 99 (Percentile 99) وذلك لكل متغير من متغيرات الدراسة الرئيسة وكذلك تم استخدام اختبار (Cook's D) لضمان عدم تشويه نتائج الدراسة بتلك المشاهدات المتطرفة. ولابد من الإشارة إلى أن عدد المشاهدات المستخدمة في تنفيذ نماذج الدراسة قد تباينت طبقاً لعدد المشاهدات المتاحة للمتغيرات المستخدمة في كل نموذج وبحيث كان أعلى عدد مشاهدات (621) مشاهدة عندما نفذ النموذج الأول وهو نموذج مستوى الأرباح وكان أقلها (379) مشاهدة عندما تم تنفيذ النموذج الرابع والذي تضمن متغيري الربحية وجميع المؤشرات الأساسية المستخدمة في الدراسة وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة.

ولقد تضمنت المقاييس الإحصائية كلاً من أدنى مشاهدة، وأعلى مشاهدة، والنسبة المئوية 1، والنسبة المئوية 99، والوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري. ونلاحظ من الجدول أن متوسط العائد السوقي السنوي لشركات عينة الدراسة يساوي -4% تقريباً، أما متوسط متغير مستوى الأرباح فقد بلغ 0.033 دينار. وكان متوسط متغير التغير في الأرباح (-0.0004) دينار، أما المتغيرات الأخرى فلقد كانت متوسطاتها كما يلي (-0.010) لمؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، و (0.127) لمؤشر الذمم المدينة التجارية، و (-0.872) لمؤشر مجمل الربح، و (0.018) لمؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، وأخيراً (-2.724) دينار لمؤشر النفقات الرأسمالية.

هذا وقد انخفض الانحراف المعياري للمتغيرات الرئيسة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة وذلك دليل على انخفاض التشتت في البيانات. هذا وقد بلغ الانحراف المعياري للعائد السوقي للشركات 0.340 دينار، ولمتغير مستوى الأرباح 0.121 دينار بينما بلغ الانحراف المعياري لمتغير التغير في الأرباح 0.125 دينار، هذا وقد بلغ الانحراف المعياري لكل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ومؤشر الذمم المدينة التجارية، ومؤشر مجمل الربح، ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، ومؤشر

النفقـات الرأسـمالية (1.392،1.211،14.783،1.343،13.263)، علـى التـوالي ونلاحـظ أن الانحـراف المعياري بقي عالٍ ويرجع ذلك لاحتواء العينة على شركات حجمها كبير جداً وأخرى حجمها صغير جداً.

الجدول (4-1): المقاييس الوصفية للمتغيرات بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة

اسم المتغير	أدنى مشاهدة	النسبة المئوية 1	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	النسبة المئوية 99	أعلى مشاهدة
CMR	1.057-	0.879-	0.041-	0.052-	0.340	0.916	1.352
LEPS	0.869-	0.360-	0.033	0.042	0.121	0.374	0.541
CEPS	0.817-	0.352-	0.0004-	0.006-	0.125	0.611	0.921
INV	7.239-	4.199-	0.010-	0.005	1.392	2.158	20.823
AR	5.664-	2.230-	0.127	0.012	1.211	5.243	14.454
GM	263.387-	14.175-	0.872-	0.052	14.783	10.318	38.686
S&A	6.630-	4.017-	0.018	0.000	1.343	1.285	18.392
CE	137.862-	72.516-	2.724-	0.238	13.263	2.854	3.014

يعرض الجدول أعلاه مقاييس إحصائية وصفية لمتغيرات الدراسة الرئيسة، وذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة. وقد بلغ عدد المشاهدات قبل الاستبعاد (485) وبلغ عدد المشاهدات بعد الاستبعاد (379) مشاهدة. وقد تم تعريف المشاهدات المتطرفة على ما هو أقل من النسبة المئوية 1، وما هو أعلى من النسبة المئوية 99، وذلك لكل متغير من متغيرات الدراسة الرئيسة وكذلك تم استخدام اختبار (Cook's D) وبلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة 86 شركة صناعية خلال الفترة 1995-2010. ويشير CMR إلى العائد السوقي السنوي لسهم الشركة، LEPS ربحية سهم الشركة آخر العام مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس (شهر نيسان)، CEPS إلى التغير في ربحية سهم الشركة مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس، INV إلى مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، AR إلى مؤشر الذمم المدينة التجارية، GM إلى مؤشر مجمل الربح، S&A إلى مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية. CE إلى مؤشر النفقات الرأسمالية.

ويوضح الجدول رقم (4-2) معاملات مصفوفة ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة الرئيسة والتي تشمل متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية.

4-2 نتائج اختبار ارتباط بيرسون

وباستعراض الجدول (4-2) نجد أن معاملات ارتباط متغير العوائد السوقية للأسهم (المتغير التابع) مع متغيرات الدراسة الأخرى (المتغيرات المستقلة) كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر لمصفوفة ارتباط بيرسون ويستثنى تلك المتعلقة بكل من مؤشر الذمم المدينة التجارية والمصاريف الإدارية والبيعية.

ولقد كان ارتباط متغير العوائد السوقية للأسهم بمتغير مستوى الأرباح الأقوى مقارنة مع باقي متغيرات الدراسة المستقلة، حيث بلغ (0.475) مقارنة بمتغير التغير في الأرباح حيث بلغ (0.363)، أما معاملات ارتباط المؤشرات الأساسية المستخدمة في الدراسة مع متغير العوائد السوقية للأسهم فبلغت (-0.107) لمؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، و(- 0.162) لمؤشر مجمل الربح، و(-0.102) لمؤشر النفقات الرأسمالية ونلاحظ أن ارتباطها كان سلبياً كما توقعنا في هذه الدراسة ماعدا مؤشر الذمم المدينة التجارية.

أما بالنسبة لمعاملات الارتباط ما بين المتغيرات المستقلة، فيشير الجدول إلى وجود ارتباط موجب قوي بين متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح (0.444).

وكذلك يوجد ارتباط سلبي قوي بين متغير التغير في الأرباح ومتغير مجمل الربح (-0.154) وارتباط سلبي اضعف مع كل من مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية (-0.133)، ويليه مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة (-0.110) وذلك عند مستوى دلالة إحصائية 5% أو أكبر. وكذلك يوجد ارتباط موجب بين مؤشر مخزون البضاعة الجاهز وكل من مؤشر الذمم المدينة التجارية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية. فيما لم يكن هناك ارتباط ذا دلالة إحصائية فيما بين بقية المؤشرات الأساسية المستخدمة.

وفي ضوء نتائج اختبار ارتباط مصفوفة بيرسون نستبعد وجود مشكلة تداخل المتغيرات المستقلة (Multicollinearity) وسنقوم بهذا الاختبار للتأكد من عدم وجود هذه المشكلة.

الجدول رقم (4- 2): نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون بين المتغيرات الرئيسة في الدراسة

المتغير	CMR	LEPS	CEPS	INV	AR	GM	S&A
LEPS	(0.475)**						
CEPS	(0.363) **	(0.444)**					
INV	(-0.107) *	(-0.013)	(-0.110) *				
AR	(0.018)	(0.001)	(0.004)	(0.148) **			
GM	(-0.162)**	(-0.008)	(-0.154)**	(0.022)	(-0.002)		
S&A	(-0.080)	(- 0.077)	(-0.133)**	(0.230) **	(0.076)	(0.008)	
CE	(-0.102) *	(-0.086)	(0.015)	(-0.007)	(0.047)	(- 0.008)	(0.009)

يعرض الجدول معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات الرئيسة وباستخدام 379 مشاهدة خلال فترة الدراسة 1995-2010. ويشير CMR إلى العائد السوقي السنوي لسهم الشركة، LEPS إلى ربحية سهم الشركة آخر العام مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس (شهر نيسان)، CEPS إلى التغير في ربحية سهم الشركة مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس، INV إلى مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، AR إلى مؤشر الذمم المدينة التجارية، GM إلى مؤشر مجمل الربح، S&A إلى مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، CE إلى مؤشر النفقات الرأسمالية. *، ** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% و 1% على التوالي.

3-4 اختبار تداخل المتغيرات المستقلة (Multicollinearity)

كما هو واضح من الجدول (4-2) فإن قيم معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة أظهرت وجود ارتباط بين هذه المتغيرات الأمر الذي قد يؤدي إلى ظهور مشكلة تداخل المتغيرات المستقلة (Multicollinearity) التي من شأنها أن تؤثر على كفاءة النموذج والقدرة على تفسير النتائج وتحديد دور كل متغير في نموذج الانحدار. وقد تم استخدام معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF، الذي يساوي واحد مقسوم على واحد ناقص R^2 لنموذج الانحدار لأحد المتغيرات المستقلة على بقية المتغيرات المستقلة. ويفسر على أنة نسبة التباين الفعلي إلى التباين في حالة عدم وجود تداخل بين المتغيرات المستقلة وتحدد درجة المشكلة وفقاً لقيمة المعامل كالتالي: أكثر من 30 هناك مشكلة كبيرة، أكثر من 10 يؤدي إلى عدم الثقة في المعاملات المقدرة، مابين 10 إلى 5 يعني مشكلة متوسطة (Maddala, 1992)، كما تم استخدام مقياس (Condition Number (CN والذي يعتبر مقياساً عاماً لحساسية تقديرات الانحدار للتغيرات البسيطة على البيانات، ويشير (Myers,1990) إلى وجود مشكلة ارتباط عالي إذا كان الجذر التربيعي لقيمة (CN) أكبر من قيمة (1000)، وبإجراء هذان الاختباران لم نلاحظ وجود أي قيمة من قيم (VIF) المستخدمة لقيم الارتباط المتعدد

لمتغيرات الدراسة تشير إلى وجود مشكلة تداخل بين المتغيرات حيث أن جميع القيم أقل من (5) لكل من النماذج المتعددة المستخدمة وكذلك فإن جميع قيم (CN) أقل من أو تساوي (1000) وبالتالي فإننا نستبعد أن تكون نتائج الانحدار المتعدد المتغيرات ناتجة عن وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات التفسيرية.

4-4 نتائج اختبار الفرضيات

تم تنفيذ النماذج الثلاثة المتعلقة بالفرضية الأولى سنوياً ولجميع الشركات (Cross-Sectional Regressions) كما تم تنفيذها لجميع السنوات وجميع الشركات (Pooled)، ومن ثم تم تنفيذ النموذج الرابع على عدة خطوات لاختبار الفرضيتين الثانية والثالثة، وكذلك تم إعادة تنفيذ النموذج الرابع لكل حالة اقتصادية على حدة لجميع الشركات وجميع السنوات (Pooled) لاختبار الفرضية الرابعة، وكان معامل المتغير المستقل المعني ودرجة دلالته علاوة على القوة التفسيرية للنموذج (Adjusted -R^2) هي أهم العوامل المساعدة في اتخاذ القرار حول قبول الفرضية أو رفضها. وفيما يلي عرض لنتائج اختبار الفرضيات:

- **الفرضية العدمية الأولى: H_{01}: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد السوقي للسهم وربحية السهم.**

ولاختبار هذه الفرضية تم تنفيذ النماذج الثلاث الأولى لجميع الشركات ولجميع السنوات (Pooled) كما نفذت سنوياً ولجميع شركات العينة (Cross-Sectional Regressions). وتم الاعتماد على القوة التفسيرية للنموذج (Adjusted -R^2) ومعامل المتغير المستقل والذي يعكس المضمون المعلوماتي له عند المقارنة ما بين نتائج تنفيذ النماذج الثلاثة المتعلقة بالفرضية الأولى. حيث مثل العائد السوقي السنوي للأسهم المتغير التابع في النماذج الثلاثة، ومثل متغير مستوى الأرباح المتغير المستقل في النموذج الأول، ومثل متغير التغير في الأرباح المتغير المستقل في النموذج الثاني، أما النموذج الثالث فلقد تضمن كل من متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح كمتغيرين مستقلين معاً.

ولابد من الإشارة إلى أن الفرضية الأولى مثبتة منذ عام 1968 في مختلف الأسواق العالمية وأيضاً في السوق الأردنية (الدبعي وأبو نصار، 1999؛ 2000). ونهدف من وراء اختبارها إلى التحقق من تمثيل بيانات الدراسة للواقع في السوق الأردنية، ولتحديد المضمون المعلوماتي الإضافي للمؤشرات الأساسية إن وجد، وكذلك حتى نتمكن من إيجاد أساس لمقارنة نتائج اختبار المؤشرات الأساسية مع الدراسات السابقة التي أجريت في بيئات مختلفة حيث أنها استخدمت نماذج كانت المتغيرات المستقلة فيها كل من متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح قبل إدخال تلك

المؤشرات الأساسية إلى النموذج. وكذلك فإن إعادة اختبار هذه الفرضية على قطاع الصناعة فقط يساعدنا على إثبات أو عدم إثبات هل النتائج السابقة خاصة بصناعة معينة أم أنها عامة لجميع الصناعات؛ فالدراسات السابقة في الأردن استخدمت عينة شملت قطاع الصناعة وقطاع الخدمات. بالإضافة إلى ذلك فإن الدراسة الحالية تغطي فترة زمنية مختلفة من حيث أثر الأحداث الاقتصادية والسياسية مقارنة بالدراسات السابقة الأردنية وهي أطول من تلك السابقة لها، وأخيراً يخدم تنفيذ هذه النماذج الثلاثة التحقق من أن النتائج ليست خاصة بفترات زمنية معينة وإنما يمكن تعميمها بشكل عام. ويظهر الجدولان (4-3) و (4-4) نتائج تنفيذ هذه النماذج.

أولاً: نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بربحية السهم.

يعرض الجدول (4-3) في العمود الرئيس الأيمن نتائج تنفيذ نموذج مستوى الأرباح سنوياً ولجميع الشركات، ولجميع السنوات وجميع الشركات، بينما يعرض العمود الرئيس الأيسر نتائج تنفيذ نموذج التغير في الأرباح سنوياً ولجميع الشركات، ولجميع السنوات وجميع الشركات.

تظهر نتائج النموذج الأول والثاني واللذان نفذا سنوياً ولجميع شركات العينة (Cross-Sectional Regressions) أن معامل متغير مستوى الأرباح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في عشر سنوات من سنوات الدراسة الخمسة عشر، وبالمقابل فإن معامل متغير التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر في سبع سنوات من سنوات الدراسة الخمسة عشر، بينما كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 في سنة واحدة فقط، ولم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى مقبول في السنوات السبعة الباقية.

ونلاحظ أن متغير مستوى الأرباح يتفوق على متغير التغير في الأرباح وذلك في تفسير عوائد الأسهم السوقية؛ فلقد تراوح معامل مستوى الأرباح بين 0.448 و1.762 بينما تراوح معامل التغير في الأرباح بين 0.044 و1.464، هذا ونجد أن قيم معامل التحديد (Adjusted -R^2) لنموذج مستوى الأرباح كانت متذبذبة حيث بلغت أعلى قيمة لها 0.345 في عام 2003 بينما كانت أقل قيمة لها -0.009 في عام 2006، وكذلك فإن قيم معامل التحديد بالنسبة لنموذج التغير في الأرباح أظهرت تذبذباً في علاقة متغير التغير في الأرباح بالعوائد السوقية للأسهم حيث بلغت أعلى قيمة لها 0.262 لعام 2003 وكانت أدنى قيمة لها -0.053 في عام 2007، ويمكن تفسير هذا التذبذب الحاصل في القوة التفسيرية للنموذج من عام إلى آخر باختلاف الظروف الاقتصادية وكفاءة أداء الشركات وكذلك نوعية العناصر المكونة لإرباح الشركات من عام لآخر، بالإضافة لوجود عوامل أخرى تؤثر على هذه العلاقة.

كما نلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج الذي استخدم متغير مستوى الأرباح كانت أعلى من تلك عند استخدام متغير التغير في الأرباح في ثلاثة عشر سنة من سنوات الدراسة الخمسة عشر.

وتتفق نتائج هذه النماذج التي نفذت سنوياً ولجميع الشركات مع كل من نتائج دراستي (الدبعي وأبو نصار، 1999؛ 2002)، ودراسة (Easton and Harris, 1991)، ودراسة (Al – Debi'e, 1997).

أما فيما يتعلق بنتائج تنفيذ النموذجين لجميع السنوات وجميع الشركات والظاهرة في أسفل الجدول (4-3)، نلاحظ أن معامل متغير مستوى الأرباح (1.128) كان أعلى من ذلك لمتغير التغير في الأرباح (0.521)، ونلاحظ أن متغير مستوى الأرباح أقدر على تفسير التذبذب في العوائد السوقية للأسهم من متغير التغير في الأرباح الذي يمثله النموذج الثاني حيث بلغت القوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح 0.155 بالمقارنة مع 0.060 لنموذج التغير في الأرباح. وتأتي هذه النتائج مشابهة لنتائج دراسة (الدبعي وأبو نصار، 1999) والتي أجريت على السوق الأردنية حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج الذي استخدم متغير مستوى الأرباح 14% بينما بلغت عند استخدام متغير التغير في الأرباح 1% فقط. وتتفق نتائج هذه الدراسة أيضاً مع ما انتهت إليه دراسة (Easton and Harris, 1991) والتي أجريت على السوق الأمريكية وتوصلت إلى أن القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح للنموذج الذي نفذ لجميع السنوات وجميع الشركات بلغت 7.5% بينما كانت عند استخدام متغير التغير في الأرباح 4%، كما تتفق نتائج هذه الدراسة مع ما توصلت إليه دراسة (Al – Debi'e, 1997) والتي طبقت على السوق البريطانية حيث بلغت القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح 0.17 بينما بلغت هذه القوة التفسيرية 0.11 عند استخدام متغير التغير في الأرباح وذلك للنموذج الذي نفذ لجميع السنوات وجميع الشركات.

ومما سبق نخلص إلى أن ارتباط عوائد أسهم الشركات الأردنية بمتغير مستوى الأرباح أقوى من ارتباطه بمتغير التغير في الأرباح؛ ويرجع ذلك لكون متغير مستوى الأرباح يقيس بدرجة مقبولة الأرباح المتوقعة وغير المتوقعة بينما متغير التغير في الأرباح يقيس الأرباح غير المتوقعة فقط، مما يؤكد أن المتغير الرئيس في علاقة العوائد السوقية في الأرباح هو متغير مستوى الأرباح، وهذا يؤكد إدراك المستثمر الأردني لوجود عناصر مؤقتة في أرباح الشركات الأردنية.

الجدول (4- 3): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية

نموذج مستوى الأرباح: $R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPS_{it}/P_{it-1} + e_{1it}$

نموذج التغير في الأرباح: $R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta EPS_{it}/P_{it-1} + e_{2it}$

	نموذج المستوى				نموذج التغير			
السنة	α_0	α_1	Adj-R^2	N	β_0	β_1	Adj-R^2	N
1996	0.171- *** (5.498-)	1.480 *** (4.122)	0.314	36	0.114- *** (3.559-)	1.464 *** (3.403)	0.232	35
1997	0.243- *** (5.346-)	1.178 ** (2.354)	0.115	36	0.197- *** (4.689-)	0.391 (1.099)	0.006	36
1998	0.151- *** (3.271-)	0.881 ** (2.008)	0.084	34	0.124- *** (3.231-)	0.044 (0.080)	0.006	31
1999	1.087- *** (15.95-)	0.652 (1.170)	0.035	11	1.064- *** (6.415-)	0.812 (0.464)	0.096-	10
2000	0.001- (0.036-)	0.566 *** (3.315)	0.159	54	0.032- (0.980-)	0.450 *** (3.288)	0.156	54
2001	0.066 (1.427)	0.908 *** (3.485)	0.174	54	0.009 (0.232)	0.398 ** (2.318)	0.079	52
2002	0.006 (0.156)	0.905 *** (3.537)	0.173	56	0.049 (1.401)	0.459 ** (2.020)	0.055	54
2003	0.227 *** (4.330)	1.762 *** (5.073)	0.345	48	0.166 *** (4.205)	0.947 *** (3.857)	0.262	40
2004	0.160 ** (2.144)	1.441 (3.074)	0.19	36	0.261 *** (4.37)	0.652 ** (2.165)	0.10	34
2005	0.153- ** (2.248-)	0.685 (1.071)	0.003	47	0.115- ** (2.074-)	1.213 (1.283)	0.014	46
2006	0.100- ** (2.689-)	0.448 (0.764)	0.009-	47	0.067- * (1.853-)	1.018 ** (2.545)	0.106	46
2007	0.619- *** (9.933-)	0.929 (1.686)	0.074	24	0.516- *** (6.503-)	0.349 (0.542)	0.053-	15
2008	0.227- *** (6.156-)	0.690 *** (3.080)	0.156	47	0.223- *** (6.367-)	0.103 (0.410)	0.019-	46
2009	0.100- *** (2.835-)	1.036 *** (3.155)	0.169	45	0.127- *** (3.179-)	0.464 * (1.840)	0.051	45
2010	0.146- *** (3.717-)	1.208 *** (3.812)	0.231	46	0.161- *** (4.050-)	0.467 (1.397)	0.022	44
جميع السنوات	0.097- *** (6.602-)	1.128 ***(10.750)	0.155	621	0.099- *** (7.868-)	0.521 ***(6.232)	0.06	588

يعرض الجدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الأول والثاني بين كل من المتغيرين مستوى الأرباح والتغير في الأرباح كل على حده والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم على عينة الدراسة المكونة من 86 شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1995-2010). وقد تم استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام كل من مقياس Cook's D و99 &1 Percentile.

تشير ***و**و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و0.05 و0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted R2 ، وN تشير إلى عدد المشاهدات.

ثانيـاً: نتـائج تنفيـذ نمـوذج الانحـدار الخطـي المتعـدد لعلاقـة العوائـد السـوقية للأسـهم بربحية السهم.

يعرض الجدول (4-4) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي المتعدد لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بمتغيري الربحية وهما متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح وذلك سنوياً ولجميع الشركات، ولجميع السنوات وجميع الشركات.

تراوح معامل استجابة الأرباح الناتج عن تنفيذ نماذج الانحدار السنوية (Cross-Sectional Regressions) والتي تضمن كلا المتغيرين ما بين 0.774 و2.905 وهي أكبر من تلك المقدرة باستخدام متغير مستوى الأرباح في أحد عشر سنة من سنوات الدراسة، وهي أيضاً أكبر من تلك المقدرة باستخدام متغير التغير في الأرباح في أربعة عشر سنة من سنوات الدراسة. ونستنتج من ذلك أن متغير مستوى الأرباح أكثر ارتباطاً بعوائد أسهم الشركات من متغير التغير في الأرباح، كما ونستنتج من ذلك أن استخدام كلا المتغيرين يزيد من مساهمة الأرباح المحاسبية في تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات الأردنية وأن القوة التفسيرية للنموذج الذي تضمن كلا المتغيرين كانت أكبر في أربعة عشر سنة من تلك الناتجة عن استخدام متغير التغير في الأرباح وكانت أكبر من تلك الناتجة عن استخدام متغير مستوى الأرباح في ثمان سنوات من سنوات الدراسة.

أما عند تنفيذ النموذج لجميع السنوات وجميع الشركات نجد أن معامل متغير التغير في الأرباح λ_1 قد بلغ 0.453 وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.01 فأكثر وبالمقابل فإن معامل متغير مستوى الأرباح λ_2 فقد بلغ 0.845 وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.01 فأكثر. وبلغت القوة التفسيرية للنموذج 20.3%، وأن معامل استجابة الأرباح لهذا النموذج؛ والذي يساوي مجموع معامل متغير مستوى الأرباح ومعامل متغير التغير في الأرباح $\lambda_2+\lambda_1$ قد بلغ 1.298 وهو أكبر من المعامل المقدر لكل من النموذجين الذين استخدما فقط إما متغير مستوى الأرباح أو متغير التغير في الأرباح، وهذا يؤكد أن إدخال كلا المتغيرين في النموذج يحسن من المضمون المعلوماتي للأرباح وقدرتها على تفسير العوائد السوقية للأسهم كما يؤكد أن استخدام أكثر من ممثل للأرباح أفضل من استخدام أي منهما منفرداً.

وتتفق هذه النتائج مع ما توصل إليه (الدبعي وأبو نصار، 1999)، حيث أظهرت دراستهما في السوق الأردنية أن الجمع بين المتغيرين يزيد القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية وأن معامل متغير مستوى الأرباح ومعامل متغير التغير في الأرباح كانا قد بلغا على التوالي 1.212 و-0.037 في النموذج الذي نفذ لجميع الشركات ولجميع السنوات وكانت القوة التفسيرية للنموذج قد بلغت 15% أي أعلى من القوة التفسيرية لكلا النموذجين الذين استخدما أحد

متغيري الربحية فقط. كما تتفق النتائج مع نتائج دراسة (Easton and Harris, 1991)، في السوق الأمريكية والتي أظهرت أن معامل متغير مستوى الأرباح ومعامل متغير التغير في الأرباح في النموذج الذي جمع بين المتغيرين ونفذ لجميع الشركات ولجميع السنوات قد بلغا على التوالي 0.71 و0.16 كما بلغت القوة التفسيرية للنموذج 8% وأظهرت أن معامل متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 أو أكبر في جميع سنوات دراستهما، بينما كان معامل متغير التغير في الأرباح ذا دلالة إحصائية في ثماني سنوات من سنوات دراستهما التسع عشرة.

ويستدل من النتائج المعروضة في الجدولين (4-3) و (4-4) على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين العوائد السوقية لسهم الشركة وربحية سهم الشركة. وعلية نرفض الفرضية العدمية الأولى ونقبل الفرضية البديلة؛ أي أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوائد السوقية لسهم الشركة وربحية سهم الشركة؛ بمعنى أنه يوجد مضمون معلوماتي للأرباح المحاسبية. كما تدعم نتائج الدراسة نتائج الدراسات السابقة في السوق الأردنية بحيث يمكن تعميمها على جميع الصناعات وبغض النظر عن الفترة الزمنية للدراسة.

جدول (4-4): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية (مستوى الأرباح والتغير في الأرباح معاً)

النموذج الثالث: $R_{it} = \lambda_o+\lambda_1 \Delta EPS_{it} /P_{it-1}+ \lambda_2 EPS_{it} /P_{it-1}+e_{3it}$

السنة	λ_o	λ_1	λ_2	Adj-R^2	N
1996	0.158- *** (4.044-)	0.331 (0.488)	1.212 ** (2.032)	0.29	33
1997	0.226- *** (4.923-)	0.123 (0.345)	1.043 * (1.947)	0.080	34
1998	0.127- ** (2.384-)	0.098 (0.116)	0.760 (1.484)	0.038	31
1999	0.715- ** (2.358-)	4.373 (1.399)	1.468- (1.346-)	0.005	10
2000	0.027- *** (6.82-)	0.358 (1.528)	0.484 ** (2.500)	0.223	50
2001	0.054 (1.089)	0.210 (0.373)	0.919 ***(3.670)	0.256	49
2002	0.040 (1.085)	0.634 ** (1.980)	0.502 ** (2.45)	0.15	54
2003	0.208 ***(4.828)	0.395 (0.769)	1.851 ***(4.477)	0.36	39
2004	0.184 (2.671)	0.585 **(2.150)	1.385 ***(3.245)	0.31	33
2005	0.145- **(2.112-)	1.027 (1.038)	0.506 (0.741)	0.004	45
2006	0.036- (0.857-)	1.337 *** (2.891)	0.551- (0.807-)	0.130	45
2007	0.626- ***(11.286-)	0.463- (0.510-)	1.270 (1.644)	0.066	15
2008	0.238- *** (6.439-)	0.436 (1.186)	0.338 (1.111)	0.233	43
2009	0.100- ** (2.205-)	0.419 (1.475)	0.877 ** (2.066)	0.138	44
2010	0.178- *** (4.629-)	0.053- (0.229-)	1.158 *** (3.783)	0.235	42
جميع السنوات	0.081- *** (5.968-)	0.453 *** (4.534)	0.845 *** (8.689)	0.203	567

يعرض الجدول نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الثالث الذي يجمع بين كل من متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم على عينة الدراسة المكونة من 86 شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1995-2010)، وقد تم استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام كل من مقياس Cook's D، Percentile 1& 99.
تشير ***و**و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و0.05 و 0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted R^2، وN تشير إلى عدد المشاهدات.

- **الفرضية العدمية الثانية: H_{02}: لا يوجد لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم.**

ولاختبار هذه الفرضية تم تنفيذ النموذج الرابع خمس مرات، وكما هو ظاهر في الجدول رقم (4-5)، ولجميع الشركات ولجميع السنوات (Pooled)، وبحيث يتم إدخال أحد المؤشرات الأساسيه الخمسة في كل مرة إلى النموذج الثالث والذي يتضمن متغيري الربحية. وبحيث تتم المقارنة ما بين القوة التفسيرية للنموذج الرابع بعد إدخال كل مؤشر من المؤشرات الأساسية مع القوة التفسيرية للنموذج الثالث الذي يتضمن فقط متغيري الربحية. وبالتالي فإن ارتفاع القوة التفسيرية بعد إدخال المؤشر الأساسي عن تلك للنموذج الثالث يمثل المضمون المعلوماتي الإضافي لذلك المؤشر.

يظهر القسم (أ) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الرابع بعد إدخال مؤشر مخزون البضاعة الجاهز فقط علاوة على متغيري الربحية، بينما يظهر القسم (ب) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الرابع بعد إدخال مؤشر الذمم المدينة التجارية فقط علاوة على متغيري الربحية، ويظهر القسم (ج) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الرابع بعد إدخال مؤشر مجمل الربح فقط علاوة على متغيري الربحية، كذلك يظهر القسم (د) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الرابع بعد إدخال مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية فقط علاوة على متغيري الربحية، فيما يظهر القسم (هـ) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الرابع بعد إدخال مؤشر النفقات الرأسمالية فقط علاوة على متغيري الربحية.

وبملاحظة القسم (أ) من الجدول (4-5) نجد أن متغيري الربحية (متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح) كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، كما نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة، هذا وقد بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج 20.2%، وعليه يوجد مضمون معلوماتي لمؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ولكن لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي لهذا المؤشر علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم؛ حيث أن القوة التفسيرية للنموذج الذي يتضمن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة أقل من تلك للنموذج الثالث الذي يتضمن متغيري الربحية فقط. وهذه النتائج تؤكد أهمية هذا المؤشر للمستثمر حيث أن زيادة التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة عن التغير النسبي في المبيعات يعتبر مؤشراً سلبياً من وجهة نظر المستثمر (Bad News) فهو يدل على عدم فعالية المنشأة في إدارة رأس مالها العامل وذلك سينعكس سلبياً على الأرباح المستقبلية للشركة و لذلك لن يكون المستثمر متسامحاً وستكون ردة فعله سلبيه حول السعر السوقي لسهم الشركة.

أما القسم (ب) من الجدول (4-5) فيظهر أن متغيري الربحية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، كذلك نجد أن مؤشر الذمم المدينة التجارية لم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة، هذا وقد بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج 19.8%، وهذه النتائج تظهر عدم أهمية هذا المؤشر للمستثمر مما يمكن تفسيره بأن الشركات تعتمد على سياسة توسيع التسهيلات الائتمانية وذلك لزيادة مبيعاتها وتحقيق أرباحها وذلك في ضوء وجود المنافسة العالية، وهذا يعتمد على عدة عوامل منها طبيعة الزبون وكذلك طبيعة ممارسة الشركات ضمن الصناعة التي تنتمي إليها الشركة وحجم عملياتها ويضاف لذلك وضع الشركة المالي.

وفي القسم (ج) من الجدول (4-5) نجد أن متغيري الربحية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، كذلك نجد أن مؤشر مجمل الربح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة، هذا وقد بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج 21.1%، مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذا المؤشر علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذا المؤشر يساوي 0.008 (0.211-0.203) وهذا يؤكد على أهمية هذا المؤشر للمستثمر وأخذه بالاعتبار عند تحليل أداء الشركة.

يظهر القسم (د) من الجدول (4-5) أن متغيري الربحية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، كذلك نجد أن مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية لم يكن ذا دلالة إحصائية عند إي مستوى ثقة مقبول وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة الموجبة على عكس المتوقع، هذا وقد بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج 20.9%، ويمكن أن نبرر ذلك بأن أغلب هذه المصاريف هي ثابتة وأن دمجها بالمصاريف البيعية يقلل من أهميتها للمستثمر بالرغم من عدم استبعاده لها.

كذلك فإن القسم (هـ) من الجدول (4-5) يبين أن متغيري الربحية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، كذلك نجد أن مؤشر النفقات الرأسمالية كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة، هذا وقد بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج 23%، مما يفسر بوجود مضمون معلوماتي لهذا المؤشر علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذا المؤشر يساوي 0.027 (0.23-0.203)، ويمكن أن نبرر ذلك بأن انخفاض النفقات الرأسمالية للشركة مقارنة بمعدل الإنفاق الرأسمالي في الصناعة التي ينتمي إليها يفسر بعدم تأكد الإدارة من قدرتها على المحافظة على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية، ويتوقع المستثمر في البيئة الأردنية من الشركات أن تزيد نفقاتها الرأسمالية من خلال الاستثمار في المشاريع المختلفة وشراء الأصول

الثابتة لاسيما بوجود قانون تشجيع الاستثمار الذي يعفي هذه الأصول من الضرائب، وعليه فإن عدم استجابة الشركات لذلك يعد مؤشراً سلبياً (Bad News) على أداء الشركات ومحاولة للتلاعب بأرباحها وعليه نتوقع أن يعاقب المستثمر الشركة من حيث سعر سهمها السوقي.

ويستدل من النتائج المعروضة في الأقسام (أ-ب-ج-د-هـ) من الجدول (4-5) أنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي لكل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح وذلك إذا ما تم أخذ كل منها منفردة مع متغيري الربحية، بينما لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي لكل من مؤشر الذمم المدينة التجارية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح وذلك إذا ما تم أخذ كل منها منفردة مع متغيري الربحية، وعليه نرفض الفرضية الثانية العدمية ونقبل بالفرضية البديلة، إي أنه يوجد لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم وذلك لكل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية، بينما نقبل الفرضية الثانية العدمية وذلك لكل من مؤشري الذمم المدينة التجارية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعة، أي أنه لا يوجد لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على المضمون المعلوماتي لربحية السهم.

- **الفرضية العدمية الثالثة: H_{03}: لا يوجد للمؤشرات الأساسية مجتمعة مضمون معلوماتي إضافي علاوة على ربحية السهم.**

ولاختبار هذه الفرضية تم تنفيذ النموذج الرابع ثلاث مرات، وكما هو ظاهر في الجدول رقم (4-5)، ولجميع الشركات ولجميع السنوات (Pooled).

يظهر القسم (و) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الرابع بعد إدخال مؤشري مخزون البضاعة الجاهزة ومجمل الربح علاوة على متغيري الربحية، ويظهر القسم (ز) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الرابع بعد إدخال كل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ومؤشر مجمل الربح، ومؤشر النفقات الرأسمالية علاوة على متغيري الربحية، بينما يظهر القسم (ح) نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الرابع بعد إدخال جميع المؤشرات الأساسية علاوة على متغيري الربحية.

وبحيث تم أولاً إدخال المؤشرات الأساسية التي تحمل الإشارة المتوقعة وكانت ذات دلالة إحصائية عندما تم إدخالها افرادياً إلى النموذج الرابع من الدراسة وعلى مرحلتين. الأولى تضمنت إدخال كل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح، وفي المرحلة الثانية تم إدخال مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية، وأخيراً

تـم إدخـال جميـع المؤشـرات الأساسـية الخمسـة إلـى النمـوذج الرابـع للتأكـد مـن وجـود مضـمون المعلوماتي لها عندما جميعها تجتمع في نموذج واحد.

وبالعودة إلى القسم (و) من الجدول (4-5) نجد أن متغيري الربحية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، كذلك نجد أن كل من مؤشر البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05، وأن معامل هذين المؤشرين يحملان الإشارة السالبة المتوقعة، هذا وقد بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج 26.1%، مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذين المؤشرين علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذين المؤشرين يساوي 0.058 (0.261-0.203) وهذا يؤكد على أهمية هذان المؤشران للمستثمرين وعدم استبعادهم لهما بالرغم من تركيزهم الأكبر على رقم الربح المحاسبي.

وبالانتقال إلى القسم (ز) من الجدول (4-5) حيث تم الجمع بين متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية الأكثر دلالة إحصائية في هذه الدراسة وهي مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ومؤشر مجمل الربح، ومؤشر النفقات الرأسمالية، نجد أن متغيري الربحية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، كذلك نجد أن مؤشر مجمل الربح كان ذا دلالة احصائيه عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، بينما نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 بينما لم يكن مؤشر النفقات الرأسمالية ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول إحصائياً، وأن معاملات هذه المؤشرات تحمل الإشارة السالبة المتوقعة، هذا وقد بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج 27.2%، مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي إضافي لتلك المؤشرات علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذه المؤشرات يساوي 0.069 (0.272-0.203) وهذا يؤكد على أن هذه المؤشرات الأكثر أهمية في السوق الأردنية، كما يبين أن الجمع بين المؤشرات التي كانت ذات دلالة إحصائية عندما تم إدخالها افرادياً (مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية) ومتغيري الربحية يزيد من القوة التفسيرية للنموذج.

وأخيراً يظهر القسم (ح) نتائج تنفيذ النموذج الرابع بعد إدخال جميع المؤشرات الأساسية علاوة على متغيري الربحية حيث نجد أن متغيري الربحية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر بينما نلاحظ أن المؤشرات الأساسية كانت نتائجها كما يلي: مؤشر مجمل الربح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر، بينما نجد أن مؤشري مخزون البضاعة الجاهزة والنفقات الرأسمالية كانا ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 بينما لم يكن لمؤشري الذمم المدينة التجارية والمصاريف الإدارية والبيعية أي دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول

إحصائيا، وأنها تحمل الإشارة السالبة المتوقعة ماعدا مؤشر الذمم المدينة التجارية حيث اختلفت أشارته عما هو متوقع. ويمكن تبرير ذلك كما يلي؛ يعتبر مؤشر مجمل الربح ذا أهميه للمستثمر حيث إن زيادة التغير النسبي في المبيعات عن التغير النسبي في مجمل الربح يعتبر مؤشراً سلبياً من وجهة نظر المستثمر حيث أن وجود منافسة عاليه سيؤدي بالشركات إلى تخفيض أسعار بضائعها حتى تتمكن من تسويقها كما أنه يعني ضعف كفاءة إدارة الوحدة الاقتصادية لنشاطها التشغيلي وهذا سينعكس سلبياً على أرباح الشركة المستقبلية واستمراريتها. كما أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة يعتبر ذا أهمية للمستثمر حيث أن زيادة التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة عن التغير النسبي في المبيعات يعد مؤشراً سلبياً من وجهة نظر المستثمر وذلك لأن زيادة مخزون البضاعة الجاهزة تعكس ضعفاً في فعالية إدارة الشركة لرأس مالها العامل وزيادة في تكاليفها غير المباشرة ومن المثبت عالمياً ومحلياً أن نقص معدل دوران المخزون يؤثر سلبياً على أرباح الشركة المستقبلية (Al– Debi'e, 2011)، ومن جانب آخر فإن زيادة التغير النسبي في مخزون البضاعة الجاهزة عن التغير النسبي في المبيعات قد يكون مؤشراً لانخفاض الطلب على منتج الشركة لذا لن يتسامح المستثمر مع الشركة وسيعاقبها بالنسبة لسعر سهمها السوقي. وفيما يتعلق بمؤشر النفقات الرأسمالية فإن زيادة معدل الإنفاق الرأسمالي الصناعي عن معدل إنفاق الشركة الرأسمالي يعتبر مؤشراً سلبياً من وجهة نظر المستثمر حيث أن ذلك يعكس ضعف في كفاءة إدارة الشركة وعدم قدرتها على المحافظة على التدفقات النقدية الحالية اللازمة لاستمرار طاقتها الإنتاجية الحالية وكذلك عدم قدرتها على توليد تدفقات نقدية مستقبلية من خلال الاستثمار في مشاريع تحقق عوائد موجبه مستقبلية، كما أنها مؤشر لرغبة الإدارة في التلاعب بالأرباح وتضخيمها لتحقيق مكاسب شخصية من خلال الامتناع عن مثل هذه النفقات مما سيؤدي إلى زيادة في أرباح الفترة الحالية، لذا فهذا المؤشر يعتبر مهماً للمستثمر. بينما يمكن تفسير عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشر المصاريف الإدارية والبيعية ومؤشر الذمم المدينة التجارية وعدم تأثيرها على العوائد السوقية للأسهم بعدم اكتراث المستثمر بها عموماً.

هذا وقد بلغت القوة التفسيرية لهذا النموذج 27.1% وهذه النتيجة تمثل دلالة على وجود مضمون معلوماتي لهذه المؤشرات الأساسية، وأن المستثمر الأردني يعطي اهتمام أكبر لتلك المؤشرات الأساسية مجتمعة ورقم الربح المحاسبي عند اتخاذه لقراراته الاقتصادية، وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لتلك المؤشرات يساوي 0.068 (0.271-0.203).

وبناءً على ذلك نرفض الفرضية الثالثة العدمية ونقبل الفرضية البديلة، أي أنه يوجد للمؤشرات الأساسية مجتمعة مضمون معلوماتي إضافي علاوة على ربحية السهم، وأن المؤشرات

الأساسية الأكثر أهمية في السوق الأردنية هي مؤشر مجمل الربح، ومؤشر المخزون، ومؤشر النفقات الرأسمالية.

وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) التي أجريت في السوق الأمريكية والتي أثبتت أن معظم المؤشرات المستخدمة لها مضمون من المعلومات يتجاوز المضمون المعلوماتي لرقم الربح. وكانت المؤشرات الأكثر أهمية مؤشر مجمل الربح ويليه مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية ثم المخزون، كما تتفق نتائج هذه الدراسة مع ما انتهت إليه دراسة (Al – Debie and Walker, 1999) التي تم تطبيقها على السوق البريطانية والتي دعمت نتائج دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) بوجود مضمون معلوماتي إضافي لمعظم المؤشرات الأساسية وحددت المؤشرات الأساسية الأكثر أهمية في السوق البريطانية وهي مؤشر مجمل الربح، ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية، ومؤشر القوى العاملة.

الجدول (4-5): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض المؤشرات الأساسية

نموذج المؤشرات الأساسية: $R_{it} = \phi_0 + \phi_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \phi_2 EPS_{it} / P_{it-1} + \sum_{s=1}^{5} \phi_{3s} S_{sit} + e_{4it}$

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{3x}					Adj-R^2	Add R^2	N
أ. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة											
المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{31}					Adj-R^2	Add R^2	N
الخطوة الأولى	0.051 ***(3.323)	0.777 ***(6.994)	0.570 ***(4.754)	0.047 ***(3.829)					0.202	0.001-	583
ب. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر الذمم المدينة التجارية											
المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{32}					Adj-R^2	Add R^2	N
الخطوة الثانية	0.059 ***(3.94)	0.800 ***(7.308)	0.611 ***(5.108)	0000 (0.136-)					0.198	0.005-	577
ج. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مجمل الربح											
المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{33}					Adj-R^2	Add R^2	N
الخطوة الثالثة	0.075 ***(5.047)	1.163 ***(8.311)	0.315 **(2.299)	0.003- ***(3.095)					0.211	0.008	475
د. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية											
المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{34}					Adj-R^2	Add R^2	N
الخطوة الرابعة	0.074 ***(4.856)	1.142 ***(8.308)	0.427 ***(3.176)	0.004 (0.390)					0.209	0.006	397

هـ. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر النفقات الرأسمالية

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{35}						Adj-R^2	Add R^2	N
الخطوة الخامسة	0.080- (5.140-)***	1.038 (7.598)***	0.421 (3.186)***	0.002- (1.657-) *						0.23	0.027	390

و. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشري مخزون البضاعة الجاهزة ومجمل الربح

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{31}	ϕ_{33}					Adj-R^2	Add R^2	N
الخطوة السادسة	0.072- (4.596-)***	1.454 (9.915)***	0.418 (3.007)***	0.027- (2.201-)**	0.003- (2.540-)**					0.261	0.058	495

ز. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومجمل الربح والنفقات الرأسمالية

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{31}	ϕ_{33}	ϕ_{35}				Adj-R^2	Add R^2	N
الخطوة السابعة	0.089- (5.593-)***	1.106 (7.985)***	0.429 (3.163)***	0.020- (1.851-) *	0.003- (3.010-)***	0.002- (1.069-)				0.272	0.069	379

ح. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض المؤشرات الأساسية

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{31}	ϕ_{32}	ϕ_{33}	ϕ_{34}	ϕ_{35}	Adj-R^2	Add R^2	N
الخطوة الثامنة	0.086- (5.395-)***	1.110 (8.000)***	0.427 (3.133)***	0.021- (1.855-)*	0.009 (0.746)	0.003- (2.988-)***	0.002- (0.211-)	0.002- (1.661-)*	0.271	0.068	379

يعرض الجدول نتائج تنفيذ الثمانية نماذج انحدار لاختبار ما يلي:

القسم (أ): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ب): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر الذمم المدينة التجـــارية S_{2it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم

القسم (ج): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مجمل الربح S_{3it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (د): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعيه S_{4it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (هـ): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر النفقات الرأسمالية S_{5it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (و): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشري مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it} ومؤشر مجمل الربح S_{3it} كمتغيرات مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ز): الذي يستخدم متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية وتشمل، مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it}، مؤشر مجمل الربح S_{3it}، و مؤشر النفقات الرأسمالية S_{5it} على التوالي كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.

القسم (ح): الذي يستخدم متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية وتشمل، مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it}، مؤشر الذمم المدينة التجارية S_{2it}، مؤشر مجمل الربح S_{3it}، مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية S_{4it}، ومؤشر النفقات الرأسمالية S_{5it} على التوالي كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم، على عينة الدراسة المكونة من 86 شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1995-2010).

تشير***و** و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.01 و 0.05 و 0.10 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج Adjusted R^2، Add R^2 تشير إلى القوة التفسيرية الإضافية، وN تشير إلى عدد المشاهدات.

- **الفرضية العدمية الرابعة: H_{04}: لا يتأثر المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية بالحالة الاقتصادية السائدة.**

لأغراض اختبار مدى تأثر المؤشرات الأساسية بالحالة الاقتصادية تم استخدام معدل النمو السنوي في مجمل الناتج المحلي الحقيقي GDP الملحق (2). حيث قسمت فترة الدراسة إلى ثلاثة مجموعات طبقاً لمعدل النمو السنوي الحقيقي في مجمل الناتج المحلي (اقتصاد ذا معدلات نمو مرتفعة «8.5-7.6»، اقتصاد ذا معدلات نمو مستقرة «5.8-3.3»، واقتصاد ذا معدلات نمو منخفضة «3.1-0.9») ، ثم تم بعدها تنفيذ النموذج الرابع على ثمان مرات لجميع الشركات ولجميع السنوات (Pooled).

إن الهدف من تنفيذ النموذج الرابع في المرات الخمسة الأولى هو مقارنة أثر أخذ الوضع الاقتصادي بعين الاعتبار على المضمون المعلوماتي لكل مؤشر من المؤشرات الأساسية منفردة وذلك من خلال مقارنة النتائج مع تلك المتعلقة بالفرضية الثانية والمعروضة في الأقسام (أ، ب، ج، د، هـ) من الجدول (4-5). أما الهدف من تنفيذ النموذج الرابع في المرات الثلاثة الأخيرة فهو لمقارنة أثر أخذ الوضع الاقتصادي بعين الاعتبار على المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية التي أظهرت النتائج السابقة أنها الأهم في البيئة الأردنية وذلك من خلال مقارنة النتائج مع تلك المتعلقة بالفرضية الثالثة والمعروضة في القسمين (و، ز) من الجدول رقم (4-5) وأيضاً النتائج المعروضة في القسم (ح) والمتعلقة بجميع المؤشرات الأساسية.

وباستعراض القسم (أ) من الجدول (4-6) نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة بينما كان متغير التغير في الأرباح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة والمرتفعة وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة، كذلك نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة والمرتفعة، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة عند جميع معدلات النمو الاقتصادي، هذا وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.187 و0.236 عند كل من معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة على التوالي، وهذا يؤكد أهمية هذا المؤشر للمستثمر حيث نجد أن القوة التفسيرية لهذا النموذج عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية لنفس النموذج في حالة عدم أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار وكذلك مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقتصر على متغيري الربحية فقط. ويمكن تبرير ذلك عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة

يبقى المستثمر متسامحاً مع الشركة ولذلك لا نجد أهمية لهذا المؤشر في تلك الحالة، بينما عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة والمرتفعة يعد الازدياد في قيمة المخزون الجاهز بدرجة أكبر من الزيادة في قيمة المبيعات مؤشراً سلبياً (Bad News) على أداء الشركة وضعف في فعالية إدارتها لمخزونها السلعي مما سينعكس سلبياً على أرباحها المستقبلية المتوقعة، كما يمكن إرجاع ذلك إلى اختلاف المصالح ما بين المستثمر والاداره فإذا كانت الإدارة تسعى إلى تحقيق مكاسب شخصية فأنها ستحاول زيادة مستوى المخزون لتحقق أعلى مكافآت ممكنه من خلال زيادة الأرباح المحاسبيه وفي هذه الحالة سيفضل المستثمر انخفاض المخزون ولذا لن يكون متسامحاً مع ذلك وعليه نتوقع أن تكون ردة فعله سلبيه حول السعر السوقي لسهم الشركة.

أما القسم (ب) من الجدول (4-6) فيظهر أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة بينما كان متغير التغير في الأرباح ذا دلالة إحصائية عن مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة والمرتفعة وذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة، كذلك نجد أن مؤشر الذمم المدينة التجارية لم يكن ذا دلالة إحصائية عند إي مستوى ثقة مقبول عند جميع معدلات النمو الاقتصادي، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة بينما يحمل معامل هذا المؤشر الإشارة الموجبة عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة على عكس المتوقع، وهذا ممكن أن ينتج عن فرض الشركة لعمولات على حسابات العملاء أو إتمامها لمبيعات طويلة الأجل غير عاديه ومع عملاء ذوي ملاءة ماليه بحيث يمكن للمستثمر توقع عوائد غير عاديه نتيجة لهذه الاستراتيجيات. ويتوقع المستثمر في البيئة الأردنية أن الظروف الاقتصادية الصعبة للسوق الأردني وصغر حجم السوق بالإضافة إلى المنافسة القوية بين الشركات يجعلها مضطرة للبيع الآجل في جميع الحالات الاقتصادية وذلك للمحافظة على حصتها السوقية ولضمان المحافظة على عملائها. هذا وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.151 و0.253 عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية لنفس النموذج عند عدم أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة فقط، وكذلك أكبر من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقتصر على متغيري الربحية عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة فقط. وهذه النتائج تؤكد عدم تركيز المستثمر على هذا المؤشر عند إدخاله منفرداً إلى النموذج علاوة على متغيري الربحية بالرغم من عدم إهماله له.

وفي القسم (ج) من الجدول (4-6) نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند جميع معدلات النمو الاقتصادي بينما نجد أن متغير التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فقط عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة، كذلك نجد أن مؤشر مجمل الربح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة فقط، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة عند جميع معدلات النمو الاقتصادي، هذا وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.151 و0.23 عند كل من معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة والمعتدلة على التوالي، وهذه النتائج تؤكد وجود مضمون معلوماتي لمؤشر مجمل الربح، وكذلك وجود مضمون معلوماتي إضافي لهذا المؤشر علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذا المؤشر يساوي 0.027 (0.23-0.203) عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة فقط، وكذلك نجد أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية لنفس النموذج عند عدم أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة فقط وكذلك أكبر من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقتصر على متغيري الربحية. وهذا يؤكد على أهمية هذا المؤشر للمستثمرين وعدم استبعادهم له بالرغم من تركيزهم الأكبر على رقم الربح المحاسبي.

وبالانتقال إلى القسم (د) من الجدول (4-6)، نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند جميع معدلات النمو الاقتصادي بينما نجد أن متغير التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فقط عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة، كذلك نجد أن مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية لم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول عند جميع معدلات النمو الاقتصادي، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة الموجبة على عكس المتوقع عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة بينما يحمل الإشارة السالبة المتوقعة عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة فقط، هذا وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.15 و0.195 عند كل من معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمرتفعة على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أقل مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية لنفس النموذج الذي نفذ بدون أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار وكذلك أقل من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقتصر على المتغيرات الربحية. وعليه نخلص إلى عدم اهتمام المستثمر بهذا المؤشر، ويمكن أن نبرر ذلك بأن أغلب المصاريف الإدارية هي مصاريف ثابتة وأن دمجها بالمصاريف البيعية يقلل من أهميتها للمستثمر الأردني.

كذلك نلاحظ من القسم (هـ) من الجدول (4-6) أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند جميع معدلات النمو الاقتصادي بينما نجد أن متغير التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فقط عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة، كذلك نجد أن مؤشر النفقات الرأسمالية لم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول عند جميع معدلات النمو الاقتصادي، وأن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة، هذا وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.168 و0.216 عند كل معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة والمنخفضة على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أقل مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية لنفس النموذج الذي نفذ بدون أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار عند جميع معدلات النمو الاقتصادي، بينما كانت أكبر من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقتصر على المتغيرات الربحية عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة فقط.

ويمكن تبرير تباين إشارة معامل هذا المؤشر طبقاً للحالة الاقتصادية كما يلي، عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة يتوقع المستثمر من الشركات أن تستفيد من انخفاض الأسعار وانخفاض معدلات الفائدة بالإضافة إلى ضمان المحافظة على القوة الشرائية لاستثماره، بينما عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة يتوقع المستثمر من الشركة أن تزيد إنفاقها الرأسمالي حتى تتمكن من مواكبة الطلب المتزايد على منتجاتها وتتمكن من تلبية احتياجات المستهلك لذا فإن تحفظ الشركات يعتبر مؤشراً سلبياً للمستثمر في كلا الحالتين لاسيما بوجود قانون تشجيع الاستثمار الذي يعفي هذه الأصول من الضرائب، وعليه فإن عدم استجابة الشركات لذلك يعد مؤشراً سلبياً (Bad News) على أداء الشركات ومحاولة للتلاعب بأرباحها وعليه نتوقع أن يعاقب المستثمر على ذلك، بينما عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة وارتفاع الأسعار وزيادة معدلات الفائدة تقل رغبة المستثمر في الإنفاق الرأسمالي بافتراض أنه يتوقع حدوث انخفاض ممكن في أسعار هذه الأصول وربما يبحث عن فرص استثماريه تحقق عوائد مستقبليه أسرع لذا نتوقع أن يتسامح المستثمر مع الشركة، وعليه نؤكد عدم اهتمام المستثمر بهذا المؤشر عند إدخاله منفرداً إلى النموذج علاوة على متغيري الربحية عند أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار وأنه يعطي اهتماماً أكبر لمؤشرات الكفاءة التشغيلية مقارنة بمؤشرات الاستثمار.

يظهر القسم (و) من الجدول (4-6) أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند جميع معدلات النمو الاقتصادي بينما نجد أن متغير التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فقط عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة، كذلك نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى

ثقة 0.05 عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة فقط، بينما كان مؤشر مجمل الربح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة فقط، وأن معاملي هذين المؤشرين يحملان الإشارة السالبة المتوقعة عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة والمرتفعة فقط.

هذا وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.15 و0.263 عند كل من معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمرتفعة على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية لنفس النموذج عند عدم أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة فقط، وكذلك أكبر من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقتصر على متغيري الربحية عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة والمرتفعة.

مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي لهذين المؤشرين وكذلك وجود مضمون معلوماتي إضافي لهما علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لهذين المؤشرين بلغ 0.036 و0.060 عند كل عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة و المرتفعة على التوالي، وهذا يؤكد على أهمية هذان المؤشران للمستثمرين وعدم استبعادهم لهما بالرغم من تركيزهم الأكبر على رقم الربح المحاسبي.

وفي القسم (ز) من الجدول (4-6) نلاحظ أنه تم الجمع بين متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية الأكثر دلالة إحصائية في هذه الدراسة وهي مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ومؤشر مجمل الربح، ومؤشر النفقات الرأسمالية، كما نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند جميع معدلات النمو الاقتصادي بينما نجد أن متغير التغير في الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.10 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة والمعتدلة فقط، كذلك نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة فقط، بينما كان مؤشر مجمل الربح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة فقط بينما لم يكن لمؤشر النفقات الرأسمالية أي دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول.

وأن معامل مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة يحمل الإشارة السالبة المتوقعة عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة والمرتفعة فقط، بينما نجد أن معامل مؤشر مجمل الربح يحمل الإشارة السالبة المتوقعة عند جميع معدلات النمو الاقتصادي فيما يحمل معامل مؤشر النفقات الرأسمالية الإشارة السالبة المتوقعة عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة فقط، هذا وقد تراوحت القوة التفسيرية لهذا النموذج ما بين 0.212 و0.274 عند كل من عند معدلات النمو الاقتصادي

المعتدلة والمرتفعة على التوالي، ونلاحظ أن القوة التفسيرية لهذا النموذج كانت أكبر مقارنة بمتوسط القوة التفسيرية لنفس النموذج عند عدم أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة فقط، وكذلك أكبر من متوسط القوة التفسيرية للنموذج الثالث المقتصر على متغيري الربحية عند جميع معدلات النمو الاقتصادي .

مما يؤكد وجود مضمون معلوماتي لهذه المؤشرات ووجود مضمون معلوماتي إضافي لهذه المؤشرات علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح المحاسبي، وأن المضمون المعلوماتي الإضافي لتلك المؤشرات بلغ 0.09، 0.25، 0.071 للحالات الاقتصادية الثلاث على التوالي. وهذا يؤكد على أن هذه المؤشرات الأكثر أهمية في السوق الأردنية، وأن أكثرها أهمية مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة، ويليه مؤشر مجمل الربح وبدرجة أقل مؤشر النفقات الرأسمالية مما يؤكد اهتمام المستثمر الأكبر بمؤشرات الأداء التشغيلي من مؤشرات الاستثمار الرأسمالي وذلك عند أخذ الوضع الاقتصادي السائد خلال فترة الدراسة بعين الاعتبار.

وأخيراً باستعراض القسم (ح) من الجدول (4-6) نلاحظ أن القوة التفسيرية للنموذج اختلفت بناء على الحالة الاقتصادية فقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة 27.9% بينما كانت عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة21.3% فيما بلغت 23.3% عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة، وكذلك نجد أنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي لهذه المؤشرات الأساسية مجتمعة إذا ما قرنت بمتغيري الربحية علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح عند جميع معدلات النمو الاقتصادي، كما نجد أن متغير مستوى الأرباح كان ذا دلالة إحصائية عند جميع معدلات النمو الاقتصادي عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر بينما كان متغير التغير في الأرباح ذا دلالة إحصائية فقط عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة، وهذا يؤكد أن متغير مستوى الأرباح له قوة تفسيرية أكبر من متغير التغير في الأرباح.

وبالعودة إلى القسم (ح) من الجدول (4-6) نجد أن مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة كان ذا دلالة إحصائية عند مستوى 0.05 عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة بينما لم يكن ذا دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة، كذلك كان مؤشر الذمم المدينة التجارية ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 عند جميع معدلات النمو الاقتصادي كما أن معامل هذا المؤشر يحمل الإشارة السالبة المتوقعة عند معدلات النمو الاقتصادي المنخفضة والمعتدلة بينما يحمل معامل هذا المؤشر الإشارة الموجبة عكس المتوقع عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة، في حين كان مؤشر مجمل الربح ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 0.05 فأكثر عند معدلات النمو الاقتصادي المعتدلة فقط، أما بقية المؤشرات فلم تكن ذات دلالة إحصائية عند أي مستوى ثقة مقبول، ونلاحظ أن مؤشر الذمم المدينة التجارية كان ذا أهمية للمستثمر عند

جميع معدلات النمو الاقتصادي وبالمقابل لم يكن لهذا المؤشر إي أهمية عندما نفذ نفس النموذج بدون أخذ الحالة الاقتصادية بعين الاعتبار وكذلك عندما نفذ النموذج الذي يقتصر على متغيري الربحية وهذا المؤشر فقط عند جميع معدلات النمو الاقتصادي، ويمكن تبرير أهمية هذا المؤشر بأن زيادة التغير النسبي في الذمم المدينة التجارية عن التغير النسبي في المبيعات يعتبر دليلاً على عدم فعالية إدارة الشركة لرأس مالها العامل لأن ذلك سيؤدي إلى زيادة فترة تحصيل الذمم المدينة وبالتالي ضعفاً في قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الآجل مما سيؤدي إلى زيادة مخاطرتها المالية بالأضافة لزيادة مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها مما سينعكس سلبياً على أرباح الشركة المستقبلية. وهذه النتائج تؤكد أهمية الجمع بين المؤشرات الأساسية ومتغيري الربحية كما تؤكد أهمية التحليل القريني في التحليل الأساسي، ويمكن تفسير ذلك بأن المستثمر في ظل هذه الظروف الاقتصادية الصعبة يبقى متحفظاً ولا يبدي اهتمام كبيرا لهذه المؤشرات الأساسية بينما عند معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة يبدي اهتماماً أكبر بهذه المؤشرات الأساسية، وعليه لن يكون متسامحاً تجاه المؤشرات السيئة منها، فطبقاً للوضع الاقتصادي، يتوقع المستثمر أن يتحسن وضع أداء الشركة وكفاءتها الإنتاجية وأن تحاول استغلال هذه الظروف لزيادة الأرباح المستقبلية والمحافظة على ديمومتها، وهذا متوقع حيث أن النمو في معدل الناتج المحلي له أثر ايجابي على أسعار الأسهم حيث أن هذا النمو ينعكس بازدياد الطلب على الاستثمار وبالتالي ازدياد تفاؤل المستثمر بشأن زيادة أرباح الشركة المستقبلية مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية ومن ثم سيؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها (الزعبي، 2000).

ونخلص من ذلك بأن المستثمر يعطي اهتماماً أكبر لمؤشرات الكفاءة التشغيلية وإدارة رأس المال العامل من مؤشرات الاستثمار، وأن المضمون المعلوماتي لهذه المؤشرات الأساسية يعتمد على الحالة الاقتصادية السائدة الأمر الذي يشير إلى أهمية التحليل القريني (Contextual Analysis) في التحليل الأساسي وأن القوة التفسيرية للنموذج تتأثر سلباً وإيجابا بالحالة الاقتصادية وارتفاع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، وعليه نرفض الفرضية الرابعة العدمية، ونقبل الفرضية البديلة أي يتأثر المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية بالحالة الاقتصادية السائدة.

وهذا ما أثبتته دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) التي أجريت في السوق الأمريكية والتي قدمت دليلاً على أن المضمون المعلوماتي للمؤشرات الأساسية يعتمد على الوضع الاقتصادي السائد. كما تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Al – Debie and Walker, 1999) التي تم تطبيقها على السوق البريطانية والتي أكدت أن أخذ الظروف الاقتصادية بعين الاعتبار يزيد من قوة نموذج علاقة العوائد السوقية للأسهم بالمؤشرات الأساسية.

جدول (4-6): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار متعدد المتغيرات للعوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض مؤشرات القوائم المالية طبقاً لثلاث عينات جزئيه شكلت طبقاً لمعدل النمو في مجمل الناتج المحلي

نموذج المؤشرات الأساسية: $R_{it} = \phi_0 + \phi_1 \Delta EPS_{it} / P_{it-1} + \phi_2 EPS_{it} / P_{it-1} + \sum_{s=1}^{5} \phi_{3s} S_{sit} + e_{4it}$

أ. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة											
N	Add R^2	Adj-R^2					ϕ_{31}	ϕ_2	ϕ_1	ϕ_0	المتغير
135	0.016-	0.187					0.007- (0.31-)	0.349 *(1.860)	1.057 ***(4.82)	0.164- ***(6.63-)	المنخفضة
236	0.033	0.236					0.096- ***(2.83-)	0.356 **(2.28)	0.707 ***(5.55)	0.051 **(2.3-)	المعتدلة
194	0.014-	0.189					0.051- ***(3.07-)	1.095 ***(3.48)	0.538 *(1.75)	0.069- **(2.18-)	المرتفعة
ب. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر الذمم المدينة التجارية											
N	Add R^2	Adj-R^2					ϕ_{32}	ϕ_2	ϕ_1	ϕ_0	المتغير
152	0.013-	0.19					0.007- (0.31-)	0.349 *(1.86)	1.057 ***(4.82)	0.157- ***(6.37-)	المنخفضة
232	0.050	0.253					0.040- (1.23-)	0.443 ***(3.06)	0.734 ***(5.928)	0.045 **(2.07)	المعتدلة
193	0.052-	0.151					0.000 (0.076)	1.099 ***(3.48)	0.534 *(1.731)	0.081- **(2.54-)	المرتفعة
ج. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مجمل الربح											
N	Add R^2	Adj-R^2					ϕ_{33}	ϕ_2	ϕ_1	ϕ_0	المتغير
119	0.042-	0.161					0.002- (0.26-)	0.134 (0.836)	0.895 ***(5.255)	0.120- ***(4.53-)	المنخفضة
150	0.027	0.23					0.003- ***(4.05-)	0.280 (1.46)	1.250 ***(6.519)	0.058 **(2.649)	المعتدلة
206	0.052-	0.151					0.003- (1.20-)	0.526 **(2.18)	0.804 ***(3.19)	0.135- ***(6.63-)	المرتفعة
د. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعية											
N	Add R^2	Adj-R^2					ϕ_{34}	ϕ_2	ϕ_1	ϕ_0	المتغير
94	0.053-	0.15					0.007 (0.429)	0.63 (0.77)	0.883 ***(3.89)	0.120- ***(4.53-)	المنخفضة
125	0.017-	0.186					0.053 (1.515)	0.318 (1.315)	1.133 ***(4.644)	0.069 **(2.132)	المعتدلة
178	0.008-	0.195					0.10- (0.566-)	0.864 ***(2.931)	0.700 **(2.38)	0.124 ***(4.49-)	المرتفعة

هـ. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر النفقات الرأسمالية

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{35}					$Adj\text{-}R^2$	$Add\ R^2$	N
المنخفضة	0.137- ***(6.18-)	0.813 ***(4.39)	0.208 (1.23)	0.00 (0.039-)					0.216	0.013	107
المعتدلة	0.051 *(1.71)	0.967 ***(4.205)	0.305 (1.401)	0.004 (1.18-)					0.168	0.035-	127
المرتفعة	0.122- ***(4.81-)	0.801 ***(2.90)	0.681 **(2.54)	0.001 (0.224)					0.199	0.004-	166

و. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشري مخزون البضاعة الجاهزة ومجمل الربح

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{31}	ϕ_{33}				$Adj\text{-}R^2$	$Add\ R^2$	N
المنخفضة	0.131- ***(8.06-)	0.944 ***(5.106)	0.205 (1.364)	0.007 (0.300)	0.003 (0.254)				0.15	0.053-	104
المعتدلة	0.058 ** (2.69)	1.336 ***(7.065)	0.282 (1.403)	0.004- (0.13-)	0.003- ***(2.85-)				0.239	0.036	124
المرتفعة	0.112- ***(4.85-)	1.312 *** (4.65)	0.810 *** (2.95)	0.032- ** (2.27-)	0.002- (0.768-)				0.263	0.060	162

ز. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومجمل الربح والنفقات الرأسمالية

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{31}	ϕ_{33}	ϕ_{35}			$Adj\text{-}R^2$	$Add\ R^2$	N
المنخفضة	0.138- ***(12.25-)	0.831 ***(6.38)	0.198 (1.529)	0.002 (0.146)	0.004 (0.185-)	0.00 (0.085-)			0.228	0.025	90
المعتدلة	0.043- **(2.273)	0.983 ***(5.96)	0.293 *(1.678)	0.003- (0.06-)	0.003- ***(3.55-)	0.002- (1.62-)			0.212	0.09	121
المرتفعة	0.134 ***(7.64)	0.926 ***(4.201)	0.746 ***(3.454)	0.024 ***(3.39-)	0.002- (1.106-)	0.000 (0.156)			0.274	0.071	168

ح. نموذج الانحدار متعدد المتغيرات لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية وبعض المؤشرات الأساسية

المتغير	ϕ_0	ϕ_1	ϕ_2	ϕ_{31}	ϕ_{32}	ϕ_{33}	ϕ_{34}	ϕ_{35}	$Adj\text{-}R^2$	$Add\ R^2$	N
المنخفضة	0.130- ***(5.66-)	0.790 ***(4.21)	0.259 (1.377)	0.011 (0.420)	0.047- **(2.18-)	0.005- (0.46-)	0.009 (0.580)	0.00 (0.094)	0.233	0.030	90
المعتدلة	0.062- **(2.01)	0.910 ***(4.02)	0.226 (0.987)	0.009 (0.164)	0.102- **(2.12-)	0.003- ***(2.80-)	0.001 (0.011)	0.004 (1.04-)	0.219	0.016	120
المرتفعة	0.130- ***(5.02-)	0.879 ***(3.12)	0.764 ***(2.79)	0.026- **(1.98-)	0.034 **(2.21)	0.003- (0.94)	0.014 (0.670-)	0.000 (0.084)	0.279	0.076	169

يعرض الجدول نتائج تنفيذ الثمانية نماذج انحدار وذلك للحالات الاقتصادية الثلاث لاختبار ما يلي:
القسم (أ): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.
القسم (ب): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر الذمم المدينة التجـــارية S_{2it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم
القسم (ج): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر مجمل الربح S_{3it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.
القسم (د): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر المصاريف الإدارية والبيعيه S_{4it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.
القسم (هـ): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشر النفقات الرأسمالية S_{5it} كمتغير مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.
القسم (و): الذي يستخدم متغيري الربحية ومؤشري مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it} ومؤشر مجمل الربح S_{3it} كمتغيرات مستقل والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.
القسم (ز): الذي يستخدم متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية وتشمل، مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it}، مؤشر مجمل الربح S_{3it}، و مؤشر النفقات الرأسماليةS_{5it} على التوالي كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم.
القسم (ح): الذي يستخدم متغيري الربحية والمؤشرات الأساسية وتشمل، مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة S_{1it}، مؤشر الذمم المدينة التجارية S_{2it}، مؤشر مجمل الربح S_{3it}، مؤشر المصاريف الإدارية والبيعية S_{4it}، ومؤشر النفقات الرأسمالية S_{5it} على التوالي كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع متغير العوائد السوقية للأسهم، على عينة الدراسة المكونة من 86 شركة صناعية خلال فترة الدراسة (1995-2010).
تشير***و **و* إلى مستوى الدلالة الإحصائية عند 0.001 و 0.01 و 0.05 على التوالي. أما الأرقام داخل الأقواس فتشير إلى قيمة t، ويظهر العمود ما قبل الأخير القوة التفسيرية للنموذج $Adjusted\ R^2$ ، $Add\ R^2$ تشير إلى القوة التفسيرية الإضافية، و N تشير إلى عدد المشاهدات.

5-4 ملخص النتائج

يمكن تلخيص نتائج واستنتاجات الدراسة بما يلي:

- يوجد علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية ما بين العائد السوقي للأسهم والمؤشرات الأساسية مجتمعه، وهذه النتيجة المتوقعة تؤكد مدى أهمية هذا النموذج في تفسير التغير في العوائد السوقية المستقبلية للأسهم، وبالتالي أثرها على قرار المستثمر وهذه النتيجة تتفق مع ما جاء في الأدب المحاسبي العالمي والدراسات السابقة.
- يوجد للمؤشرات الأساسية مجتمعة مضمون معلوماتي إضافي علاوة على رقم الربح المحاسبي، وهذا يؤكد أهمية هذه المؤشرات في السوق الأردنية وقدرة التحليل الأساسي على تفسير التغير في العوائد المستقبلية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.
- يستخدم المستثمر هذه المؤشرات الأساسية في اتخاذ قراراته الاستثمارية ويختلف تقييم المستثمر لهذه المؤشرات الأساسية حسب الحالة الاقتصادية السائدة.
- تتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Lev and Thiagarajan, 1993) على أهمية كل من مؤشر مخزون البضاعة الجاهزة ومؤشر مجمل الربح ومؤشر النفقات الرأسمالية وتختلف فيما عداها.
- أن الحالة الاقتصادية تعتبر محددا لأثر متغيرات الدراسة على العائد السوقي المتوقع للأسهم كما تؤثر على القوة التفسيرية لنموذج العلاقة، وهذا يؤكد أهمية التحليل القريني في التحليل الأساسي.

6-4 التوصيات

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الباحثة فإنها توصي بما يلي:

- على المستثمر الموازنة بين التحليل الفني والتحليل الأساسي في اتخاذ قراراته الاستثمارية.
- استخدام متغيرات قرينية أخرى للاقتصاد الكلي (التضخم، معدل البطالة، حجم الشركة، عمر الشركة... الخ) وذلك لتحديد ما إذا كانت تؤثر على القوة التفسيرية للمتغيرات المحاسبية في الدراسات المستقبلية.
- على المستثمر أخذ المؤشرات الأساسية بعين الاعتبار بالإضافة لمتغيرات الربحية عند اتخاذه لقراراته الاستثمارية.

المراجع

المراجع العربية

- أبونصار، محمد، ومأمون الدبعي (2002)، المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسة لقائمة الدخل، **دراسات**: العلوم الإدارية، 29 (2)، ص:278-295.

- الخلايلة، محمود، وغدير استنبولي (1997)، أثر التغير في النفقات الرأسمالية على أسعار وحركة الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، **دراسات**: الجامعة الأردنية، 24 (1)، ص: 142-151.

- الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار (2000)، دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، **دراسات**: العلوم الإدارية، 27 (2)، ص: 410-431.

- الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار (2001)، هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة، **دراسات**: العلوم الإدارية، 28 (1)، ص: 54-67.

- الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار (1999)، مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية، **دراسات**: العلوم الإدارية، 26 (2)، ص:312-329.

- الزعبي، بشير (2000)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)، **دراسات**: العلوم الإدارية، 27 (2)، ص: 321-330.

- جبر، جمال، ومأمون الدبعي (2008)، أثر إشارة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية على محتواهما المعلوماتي، **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، 4 (1)، ص:1-23.

- حمدان، وسام، وفوزي غرايبه، ومأمون الدبعي (2008)، دور التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق في تفسير العوائد السوقية للأسهم، **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**، 4 (3)، ص: 288-310.

- عبد القادر، عبد الله (1993)، العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية، **مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية**، 94 (ديسمبر)، ص: 1-20.

- غرابية، فوزي، وداود جعفر (1988)، مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة العامة الأردنية، **مجلة أبحاث اليرموك**، 4 (2)، ص: 201-223.

- غرابية، فوزي، ولينا هريش (1989)، أثر مضمون التقارير المالية السنوية على حجم التداول بأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية، **دراسات**: العلوم الإدارية، 16 (1)، ص: 7-25.

- سالم، عبدالرزاق، وحسين خشارمة (2007)، المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، **دراسات:** العلوم الإدارية، 34 (2)، ص:348-361.

- نور، عبد الناصر (2003)، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، **مجلة جامعة الملك عبد العزيز**: الاقتصاد والإدارة، 17 (1)، ص: 41-67.

- وطن، عبد الإله (2006)، محتوى المعلومات للتقارير المالية دراسة مقارنة بين سوق بغداد الأوراق المالية وعمان المالي، **المحور الإداري:** القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، 8 (4)، ص: 87-126.

- دائرة الإحصاءات العامة، **إحصاءات حسب القطاع**، الناتج المحلي الإجمالي حسب النشاط الاقتصادي بالأسعار الأساسية الثابتة (1995-2009).

- البنك المركزي (2010)، **بيانات إحصائية سنوية**، عمان .

- وزارة الصناعة والتجارة، **قانون الشركات وتعديلاته رقم 22 لسنة 1997، مادة (75/أ)**، عمان.

- المحفظة الوطنية للأوراق المالية، **تقرير المحفظة الوطنية للأوراق المالية حول النتائج المالية للشركات المساهمة العامة**، عمان.

- وزارة الصناعة والتجارة (2010)، **تقرير الإحصاءات الصناعية**، عمان.

المراجع الأجنبية

- Abarbanell, J. and Bushee, B. (1997), Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Returns. **Journal of Accounting Research**, 35 (1), 1-24.

- Abarbanell, J. and Bushee, B. (1998), Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. **The Accounting Review**, 73 (1), 19-45.

- Al-Debi'e, M. (1997), **Explanatory Power of Earnings and Non-earnings Accounting Numbers for Stock Returns**, Doctoral Dissertation, the University of Manchester, Manchester.

- Al-Debi'e, M. and Walker, M. (1999), Fundamental Information Analysis: An Extension and UK Evidence. **British Accounting Review**, 31 (3), 261-280.

- Al-Debi'e, M. (2011), Working Capital Management and Profitability: The case of Industrial Firms in Jordan. **European Journal of Finance and Administrative Sciences**, 36, 75-86

- Amir, E. and Lev, B. (1996), Value-relevance of non Financial Information: The wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, 22 (1), 3-30.

- Arnold, J. and Moizer, P. (1984), Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares. **Accounting and Business Research**, 6 (2), 195-207.

- Baik, B., Chae, J., Choi, S. and Farber, D. (2010), Changes in Operational Efficiency and Firm Performance: A Frontier Analysis Approach*, Working Paper, Available: **http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1681748.**

- Ball, R. and Brown, P. (1968), an Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, 6 (2), 159-178.

- Beaver, and Dukes, R.E. (1973), Interperiod Tax Allocation and Depreciation Methods: Some Empirical Results. **The Accounting Review**, 48 (3), 549-559.

- Beaver, W. (1968), The Information Content of Annual Earnings Announcements, **Journal of Accounting Research**, 6 (Empirical Research in Accounting: selected studies), 67-92.

- Beaver, W. and Lambert, R. (1980), the Information Content of Security Prices. **Journal of Accounting and Economics**, 2 (1), 3-28.

- Beaver, W.H. and Dukes, R.E. (1972), Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations, and the Behavior of Security Prices**.** **Accounting Review**, 47 (2), 320-332.

- Bernard, V. and Thomas, J. (1989), Post-Earnings Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium**? Journal of Accounting Research**, 27 (Supplement), 1-36.

- Bernard, V.L. (1989), **Capital Markets Research in Accounting during the 1980s: A critical review'**, Excerpt from: The state of accounting research as we enter the 1990s, Thomas Frecka, Editor،University of Illinois, 72–120.

- Bernard, V.L. and Stober, T.L. (1989), the Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals. **The Accounting Review**, 64 (4), 624–652.

- Betman, J., Sault, S. and Welch, E. (2006), Fundamental and Technical Analysis: Substitutes or Compliments? **Accounting and Finance**, 49 (1), 21-36.

- Brown, p., (1994), **an Introduction, Capital Market based Research in Accounting, Cooper and Lybrand and Accounting Association of Australia and New Zealand**, Australia.

- Brown, p., Ricchardson, G., and Schwager, S. (1987), an Information Interpretation of Financial Analysis Superiority in Forecasting Earning. **Journal of Accounting Research**, 25 (1), 49-67.

- Bublitz, B., and Ettredge, M. (1989. January), the Information in Discretionary Outlays: Advertising, Research, and Development. **The Accounting Review**, 64 (1), 108 – 124.

- Chaney, K., Faccio, M. and Parsley, D. (2011), The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. **Journal of Accounting and Economics**, 51 (2), 58-76.

- Collins, D., and Kothair, S. (1989), an analysis of inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, 11 (2/3), 143-181.

- Conroy, R., Harris, R., and Park, Y. (1998), Fundamental information and Share Prices in Japan: Evidence from Earnings Surprises and Management Predictions. **International Journal of Forecasting**, 14 (2), 227 – 244.

- Darke, M., Rees, l. and Swanson, E. (2011), Should Investors Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers, **the Accounting Review**, 86 (1), 101-130.

- Easten, P., and Harris, T. (1991), Earnings as an Explanatory Variables for Returns. **Journal of Accounting Research**, 29 (1), 19-36.

- Easten, P., Harris, T., and Ohlson, J. (1992), Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most Of Security Returns: The Case of Long Run Intervals. **Journal of Accounting and Economics**, 15 (2/3), 119-142.

- Elleuch, J., and Trabelsi, L. (2009), Fundamental Analysis Strategy and the Prediction of Stock Returns. **International Research Journal of Finance and Economics**, (30), 96-106.

- Fairfield, P., and Whisenant, J. (2000), Using Fundamental Analysis to Assess Earnings Quality: Evidence from the Center for Financial Research and Analysis, **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 16 (4), 273-295.

- Feltham, G. and Ohlson, J. (1996), Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement**. Journal of Accounting Research**, 34 (2), 209–234.

- Freeman, R. and Tse, S. (1989), the Multiperiod Information Content of Accounting Earnings: Confirmations and Contradictions of Previous Earnings Reports. **Journal of Accounting Research**, 27 (Supplement), 49-84.

- Grabowski, H. (1978), Industrial Research and Development, Intangible Capital Stocks, and Firm Profit Rates**. The Bell joumal of Economics**, 9 (2), 328-343.

- Graham, B., Dodd, D. Cottle, S. and Tathtm, C. (1962), **Security Analysis**. New York: McGraw-Hill.

- Greig, A.C. (1992), Fundamental Analysis and Subsequent Stock Returns. **Journal of Accounting and Economics**, 15 (2/3), 413-422.

- Guthrie, G. (2006), A Note on Operating Leverage and Expected Rates of Return, Working Paper, Available: **http://ssrn.com/abstract=936323.**

- Holthausen, R.W. and Larcker, D.F. (1992), The Prediction of Stock Returns Using Financial Statement Information**. Journal of Accounting and Economics**, 15 (2/3), 373-411.

- Hopwood, W. and Schaefer, T. (1989), Firm-Specific Responsiveness to Input Price Changes and The Incremental Information in Current Cost Income. **The Accounting Review**, 64 (2), 313–328.

- Hopwood, W.S. and McKeown, J.C. (1985), The Incremental Informational Content of Interim Expenses Over Interim Sales. **Journal of Accounting Research**, 23 (1), 161–74.

- Jeffrey, Q. and Arthur, A. (2000), the Effect of Earnings Permanence on Fundamental Information Analysis, **Mid Attlantic Journal of Business**, Available: **http://www.highbeam.com/doc/1G1-74524603.html.**

- Kothari, S. and Salon, R. (1992), Information in Earnings A bout Future Earnings: Implication for Earnings Response Coefficient**, Journal of Accounting and Economics**, 15 (2/3), 143-171.

- Lev, B. (1989), On The Usefulness Of Earnings and Earning Research: Lessons and Directions From Two Decades Of Empirical Research, **Journal of Accounting Research**, 27 (Supplement), 153-192.

- Lev, B. and Sougiannis, T. (1996), the Capitalization, Amortization, and Value-Relevance of R&D**. Journal of Accounting and Economics**, 21 (1), 107–138.

- Lev, B., and Thiagarajan, R. (1993), Fundamental Information Analysis**. Journal of Accounting Research**, 31 (2), 190- 215.

- Lipe, Robert. C. (1986), the Information Contained in the Components of Earnings. **Journal of Accounting Research**, 24 (Supplement), 37-63.

- Maddala, G. (1992), **Introduction to Econometrics**, (2nd ed). New York: McMillon Publishing Company.

- Myers, R. (1990), **Classical and Modern Regression With Applications.** (2nd ed). Boston: PWS and Kent Publishing Company.

- Ohlson, J. (1995), Earnings, Book Values and Dividends in Equity Evaluation, **Contemporary Accounting Research**, 11 (2), 661-687.

- Ou, J.A. and Penman, S.H. (1989a), Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns**. Journal of Accounting and Economics**, 11 (4), 295–329.

- Ou, J.A. and Penman, S.H. (1989b), Accounting Measurement, Price-Earning Ratios, and the Information Content of Security Prices. **Journal of Accounting Research**, 27 (Supplement), 111–144.

- Ou, A. (1990), the Information Content Numbers as Earnings Predictors, **Journal of Accounting Research**, 28 (1), 144-163.

- Piotroski, J. (2000), Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information To Separate Winners From Losers, **Journal of Accounting Research**, 38 (3), 1-41.

- Setiono, B., and Strong, N. (1998), Predicting Stock Returns Using Financial Statement Information, **Journal of Business Finance & Accounting**, 25 (5/6), 631-657.

- Shroff, P. (1995), Determinants of The Returns- earnings Correlation, **Contemporary Accounting Research**, 12 (1), 41-55.

- Stober, T. (1993), The Incremental Information Content of Receivables in Predicting Sales, Earnings and Profit Margins, **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 8 (4), 447-473.

- Swanson, E. and Felipe, L. (2003), the Contribution of Fundamental Analysis after Currency Devaluation**, the Accounting Review,** 78 (3), 875-902.

- Swanson, E., Rees, L and Felipe, L. (2001), the Contribution of Fundamental Analysis in the Presence of Inflation and Currency Devaluation, Available: **http://ssrn.com/abstract=260596.**

- Whisenant, J. (1998), Does Fundamental Analysis Produce More Value-Relevant Summary Measures?, Available: **http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=58676.**

- Witkowska, M. (2006), Fundamentals and stock returns on the Warsaw Stock Exchange. The application of panel data models, Available: **http://www.sgh.waw.pl/instytuty/zes/wp/aewp04-06.pdf.**

- Zhang, M. and Yang, J. (2009), the Relationship between Fundamental Signals and Future Earnings. **Review of Business Research**, 9 (5), 128-135.

الملاحق

ملحق (1)

شركات عينة الدراسة

سنة التأسيس	اسم الشركة
2006	اتحاد النساجون العرب
1993	الاتحاد للسجائر والتبغ
1995	الاتحاد للصناعات المتطورة
1981	الأردنية لصناعة الصوف الصخري
1955	الاستثمارت العامة
1968	الألبان الأردنية
2004	الأردنية لإنتاج الأدوية
1958	البوتاس العربية
1999	الترافرتين/ ترافكو
2005	الحياة للصناعات الدوائية
1993	الدولية لإنتاج الأقمشة
1983	السلفو كيماويات
1993	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
1982	الشركة الأردنية للصناعات الخشبية
1973	الشركة الأردنية لصناعة الأنابيب
1987	الشركة الدولية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
1997	الشركة الدولية لصناعات السيليكا
1993	الشركة الدولية للصناعات الزخرفية
2006	الشركة العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة
1973	الشركة العامة للتعدين
1976	الشركة العربية لصناعة الألمنيوم
1993	الشركة العربية للصناعات الكهربائية
1978	الشركة العربية للمشاريع الاستثمارية/ العربية لتصنيع وتجارة الورق
1994	الشركة العربية لصناعة المواسير المعدنية
1976	الشركة المتحدة المتكاملة للصناعات المتعددة والاستثمارات / المجموعة المتحدة للنسيج
2007	الشركة الوطنية لإنتاج النفط والطاقة
1983	الشركة الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
1995	الشركة الوطنية الصناعات الهندسية المتعددة

سنة التأسيس	اسم الشركة
1994	الشركة الوطنية لصناعة الألمنيوم
1961	الصناعات التجارية الزراعية/ إنتاج
1980	الصناعات الكيماوية الأردنية
1982	الصناعات والكبريت الأردنية/ جيمكو
1989	العالمية الحديثة للزيوت النباتية
1981	العالمية الكيماوية
1995	العالمية لصناعة المنظفات/ مجمع الضليل
2004	العربية لصناعة الأدوية *
2005	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
1976	العربية للاستثمار والتجارة الدولية
1995	العصرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
1993	القرية / اتحاد الصناعات الكيماوية للزيوت النباتية
2007	المتحدة للحديد والصلب / المناصير
1995	المتحدة للصناعات الزجاجية
1974	المتصدرة للأعمال والمشاريع/ مصانع المنظفات العربية
1994	المتكاملة للمشاريع المتعددة
1983	المركز العربي الدوائي
2004	الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية
1979	الوطنية لصناعة الصلب
1991	الوطنية لصناعة الكلورين
1994	الوطنية للدواجن
1992	الوطنية للصناعات النسيجية والبلاستيكية
1993	حديد الأردن
1975	دار الدواء للتنمية والاستثمار
1994	دار الغذاء
1974	رافيا الصناعية للأكياس البلاستيكية *
2007	رخام الأردن
1995	شركة الاستثمارات والصناعات المتكاملة
1992	شركة الإقبال للاستثمار/ الدخان والسجائر الدولية
1994	شركة الإقبال للطباعة والتغليف
2005	شركة الألبسة الأردنية

سنة التأسيس	اسم الشركة
1995	شركة الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية
1997	شركة الجنوب لصناعة الفلاتر
1957	شركة الدباغة الأردنية المساهمة
1993	شركة الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
1980	شركة الصناعات البتروكيماوية الوسيطة
1984	شركة الصناعات الهندسية العربية
2004	شركة القدس للصناعات الخرسانية
1992	شركة الكابلات الأردنية الحديثة/ مسك
2007	شركة الكابلات المتحدة
1993	شركة اللؤلؤة لصناعة الورق
1991	شركة الموارد الصناعية الأردنية
1995	شركة أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية
2007	شركة باطون لصناعة الطوب والبلاط المتداخل/ أساس
1999	شركة رم علاء الدين
2004	شركة عافية العالمية
1964	شركة عقاري للصناعات/ الصناعات الصوفية
1953	شركة مصانع الزيوت النباتية الأردنية
1973	شركة مصانع الورق والكرتون الأردنية
1953	شركة مناجم الفوسفات
1951	لافارج للاسمنت الأردنية
1994	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة
1962	مصانع الأجواخ الأردنية
1966	مصانع الخزف الأردنية
1994	مصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار
1956	مصفاة البترول الأردنية
1931	التبغ والسجائر الأردنية
1979	الصناعات الوطنية

ملحق (2)

معدل النمو الحقيقي في مجمل الناتج المحلي

المستوى	السنة	معدل النمو السنوي الحقيقي في مجمل الناتج المحلي GDP
المنخفضة	1996	0.9
	1998	3
	1999	3.1
	2009	2.3
	2010	3.1
المعتدلة	1997	3.3
	2000	4.1
	2001	5.7
	2002	5.8
	2003	4.2
المرتفعة	2004	8.5
	2005	8.1
	2006	7.9
	2007	8.5
	2008	7.6

THE INCREMENTAL INFORMATION CONTENT OF SELECTED FINANCAIL STATEMENTS SIGNALS

By

Rula Yousef Hajjaj

Supervisor

Dr. Mamoun M.- Al- Debi'e, Prof.

ABSTRACT

This study aims at testing the Information content of selected financial statements signals proposed by (Lev and Thiagarajan, 1993) study, and to test whether they have incremental information content above earnings, in the Jordanian market. Moreover, the contextual nature of these signals has been tested by taking into consideration the economic circumstances prevailing during the study period. I hypothesized that these signals have incremental information content above earnings, and that this information content depends negatively and positively on the prevailing economic conditions. A sample of (86) industrial companies listed on Amman Bourse during the period (1995-2010) was used with a total number of (485) observations. The results show that: (1) the selected financial statements signals have incremental information content above earnings, (2) the most important signals in the Jordanian market are as follows: Finished goods, Gross Margin, and Capital expenditures, (3) the information content of these signals depends on the prevailing economic conditions, which emphasizes the importance of the contextual analysis for fundamental analysis.

- **Keywords**: Fundamental Signals, Fundamental Analysis, Stock Market Return, Contextual Analysis, Information Content, Earnings per share.